

买入 (首次)

目标价: 0.57 港元

现价: 0.41 港元

预期升幅: 39%

00182.HK 协合新能源

## 纵向一体化打造新能源新贵

2016年04月13日

## 市场数据

报告日期	2016.04.13
收盘价(元)	0.41
总股本(亿股)	87.37
总市值(亿港元)	36.26
净资产(亿港元)	57.56
总资产(亿港元)	144.2
每股净资产(港元)	0.63

数据来源: Wind

## 相关报告

会议纪要-20140108  
 调研纪要-20140711  
 业绩点评-20140821  
 业绩点评-20150324  
 业绩点评-20150812  
 业绩点评-20160405

## 海外新能源研究

分析师: 刘小明  
 liuxiaoming@xyzq.com.cn  
 SFC: AYM804  
 SAC: S0190516020001

## 主要财务指标

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万港元)	4,321	5,115	6,010	6,990
同比增长(%)	21.74%	18.36%	17.51%	16.30%
净利润(百万港元)	506	726	984	1,269
同比增长(%)	59.18%	43.46%	35.48%	28.92%
净利润率(%)	11.72%	14.20%	16.37%	18.15%
ROE (%)	8.80%	11.23%	12.39%	13.35%
ROA (%)	4.02%	4.60%	5.27%	5.84%
每股收益(港元)	0.06	0.08	0.11	0.14
市盈率	7.16	5.00	3.69	2.86

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

## 投资要点

- **首次评级覆盖给予买入评级, 目标价 0.57 港元, 较现价有 39% 上升空间。**协合新能源转型为电站运营商, 同时受益于风电市场的高景气, 传统风电 EPC&M 业务稳步增长(目前占公司收入比例 85%)。我们看好公司一体化的运营模式以及公司未来数年内的业绩增长, 预测 2016-2018 年公司营业收入分别为 51、60、70 亿港元; 股东净利润分别为 7.2、9.8 和 12.6 亿港元。给予公司未来 12 个月内 0.57 港元的目标价, 约相当于 2016-2018 年 PE 为 6.9、5.1、3.9 倍, 较现价 0.41 港元有 39% 的上升空间, 故首次给予其“买入”投资评级。
- **电站建设 EPC+运营打造新能源新贵, 电站容量稳步攀升, 新增电站无限电现象。**公司的纵向一体化商业模式使公司结合 EPC 业务现金流强劲和电站运营高收益和较稳定的优势于一体。公司装机容量将稳步攀升, 带动公司发电收益逐步提升, 预测公司 2016、2017 和 2018 年底的总权益装机容量达到 1,717MW、2,337MW 和 3,037MW, 三年复合增速 34%; 2016、2017 和 2018 年风电光伏总权益发电量分别为 2,451GWh、3,332GWh 和 4,465GWh, 三年复合增速 41.8%。公司自 2014 年以来向南发展战略初见成效, 目前投运容量限电比例较小, 在建和规划电站无限电, 将显著提升公司的电站运营效益。
- **告别合营联营模式, 未来开发电站以独资为主。**合营联营开发电站的模式帮助公司在过去解决融资困难的问题, 但 2016-2018 规划电站公司将基本全部独资开发, 带动公司未来营业收入快速增加, 未来三年复合增长率 17.4%。
- **管理层增持成本远高于现价, 多次回购彰显信心。**管理层在 2015 年 5 月以每股 0.6 港元增持 5 亿股; 另外, 公司于近期累计回购 2.1 亿股, 价格为 0.305-0.46 港元。
- **风险提示:** 在建规划电站投产不达预期, EPC 订单下滑, 限电加重。

## 目 录

1、公司概况	- 5 -
1.1、风能太阳能开发+运营的纵向一体化公司	- 5 -
1.2、公司的股权结构	- 5 -
1.3、公司的发展历程	- 6 -
1.4、过往业务发展概况	- 6 -
2、中国风电行业概况	- 8 -
2.1、风资源丰富，风电行业快速发展	- 8 -
2.2、风电项目开发、政策回顾与分析	- 9 -
2.3、风机成本下降加快风电发展步伐	- 11 -
2.4、上网电价连续下调，及早实现平价上网	- 12 -
2.5、中国风电市场竞争格局	- 13 -
2.6、弃风限电状况及前景展望	- 15 -
3、全球及中国光伏行业概况	- 17 -
3.1、全行业成本下降，光伏产业快速增长	- 17 -
3.2、上网电价下调、弃光限电加剧	- 19 -
3.3、中国光伏运营市场竞争格局，期待龙头企业出现	- 20 -
4、协合新能源：建设总承包+运营打造新能源新贵	- 21 -
4.1、纵向一体化的商业模式是公司可持续发展的源泉	- 21 -
4.2、与华电福新的战略合作渐趋佳境	- 23 -
4.3、电站容量稳步攀升，储备项目充沛	- 24 -
4.4、电站资产质量优良，在建和规划电站无限电	- 27 -
4.5、管理层增持成本远高于现价，多次回购彰显信心	- 29 -
5、财务分析、盈利预测与估值	- 29 -
5.1、公司运营以及收入预测	- 29 -
5.2、经营费用及利润表预测	- 30 -
5.3、财务分析以及预测	- 31 -
5.4、估值与目标价	- 32 -
6、风险因素	- 34 -

## 图目录

图 1、风电光伏产业链示意以及公司的主营业务.....	5 -
图 2、公司的部分运营电站以及业务.....	5 -
图 3、公司股权结构.....	6 -
图 4、协合新能源的发展历程.....	6 -
图 5、公司收入和净利润（人民币：百万元）.....	7 -
图 6、经营利润率和净利率.....	7 -
图 7、公司各项业务收入变化情况.....	7 -
图 8、2015 年各项收入占比.....	7 -
图 9、中国风能资源丰富.....	8 -
图 10、中国风电装机容量和发电量占比变化.....	8 -
图 11、中国风电装机容量增长情况（万千瓦）.....	9 -
图 12、风电项目开发流程.....	9 -
图 13、国内 1.5MW 以及 2MW 风机机型平均招标价格（元/千瓦）.....	11 -
图 14、中国风电上网电价调整回顾.....	13 -
图 15、中国过去 20 年电力消费量（单位：亿千瓦时）以及同比增长（%）..	15 -
图 16、全国风电利用小时数和趋势（%）.....	15 -
图 17、中国风电上网电量及弃电量（亿度）.....	15 -
图 18、大型风电光伏基地外送特高压线路.....	17 -
图 19、全球光伏市场快速增长（装机容量：GW）.....	18 -
图 20、中国光伏市场装机容量（GW）增长.....	18 -
图 21、多晶硅（美元/千克）和组件（美元/瓦）价格.....	18 -
图 22、全国光伏设备电利用小时数和趋势（%）.....	20 -
图 23、公司的纵向一体化商业模式.....	22 -
图 24、公司的风电以及太阳能发电业务发展历程.....	23 -
图 25、公司与华电福新的合作模式.....	24 -
图 26、公司风电装机容量（MW）预测.....	26 -
图 27、公司光伏装机容量（MW）预测.....	26 -
图 28、公司风电发电量（GWh）预测.....	26 -
图 29、公司光伏发电量（GWh）预测.....	26 -
图 30、公司的风资源储备.....	27 -
图 31、公司的光资源储备.....	27 -
图 32、公司已投运电站大部分位于非限电区域.....	28 -
图 33、盈利能力分析.....	31 -
图 34、ROE、ROIC、ROA 预测和分析.....	31 -
图 35、资产负债率预测和分析.....	32 -
图 36、现金流预测和分析.....	32 -
图 37、单个风电场财务模型（以 50MW 风电场为例）.....	33 -
图 38、同类公司估值比较.....	33 -
图 39、公司历史 PE Band.....	34 -
图 40、公司历史 PB Band.....	34 -

## 表目录

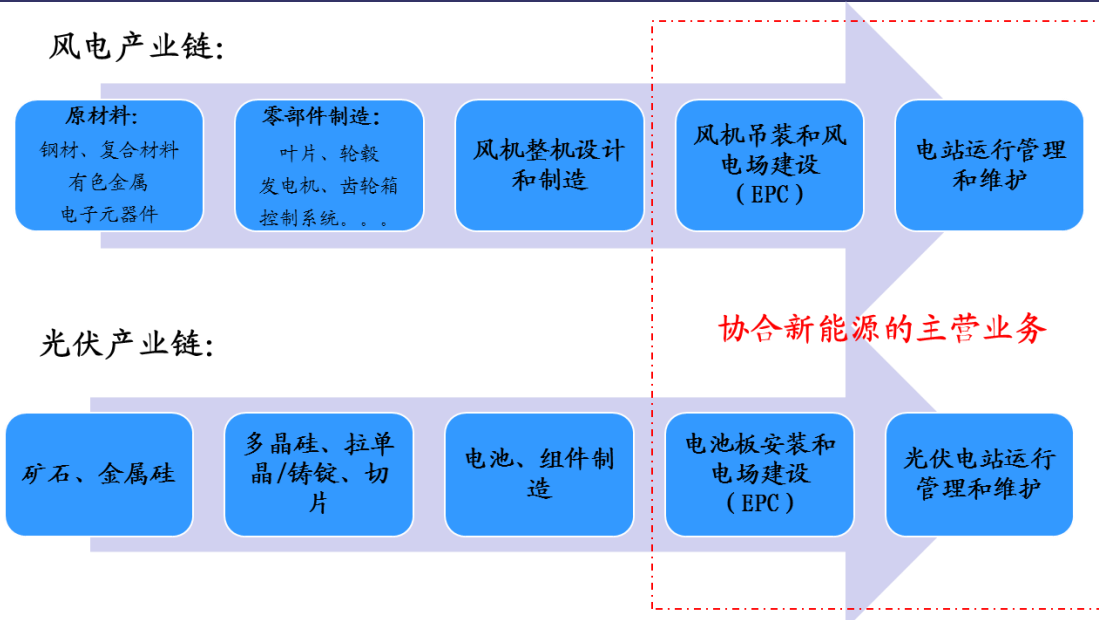
表 1、中国风电行业政策回顾 .....	- 10 -
表 2、中国的四类风资源区 .....	- 12 -
表 3、中国可再生能源电价附加征收标准 .....	- 12 -
表 4、截止 2015 年底中国风电市场主要公司装机容量（万千瓦）及排名 .....	- 13 -
表 5、中国风电机组制造商竞争格局 .....	- 14 -
表 6、2015 年风电弃电分区域情况（容量：万千瓦；电量：亿度） .....	- 16 -
表 7、在建或已核准的特高压工程建设情况 .....	- 17 -
表 8、中国的三类光资源区 .....	- 19 -
表 9、2015 年重点省区弃光数据及弃电量（亿度） .....	- 20 -
表 10、截止 2014 年底中国光伏市场主要公司装机容量（MW） .....	- 21 -
表 11、公司的在运风电项目 .....	- 25 -
表 12、公司的在运光伏项目 .....	- 25 -
表 13、公司目前在建电站全部处于非限电区域 .....	- 28 -
表 14、公司电场投资业务运营数据预测 .....	- 30 -
表 15、公司收入预测汇总表 .....	- 30 -
表 16、利润预测表 .....	- 31 -

## 1、公司概况

### 1.1、风能太阳能开发+运营的纵向一体化公司

协合新能源集团有限公司(简称“协合新能源”,以下简称“公司”,代码:00182.HK,2007年8月6日成功借壳香港药业上市)是目前香港证券市场上唯一一家具有纵向集成一体化商业发展模式的清洁能源发电上市公司。公司以风力和太阳能发电投资营运、风力和太阳能发电服务业务(主要是EPC项目包括项目前期开发、技术咨询、电厂设计、电厂建设与安装调试、电厂专业运行及维修维护服务、风机塔筒制造)为主营业务。

图 1、风电光伏产业链示意以及公司的主营业务



资料来源: 兴业证券研究所

图 2、公司的部分运营电站以及业务



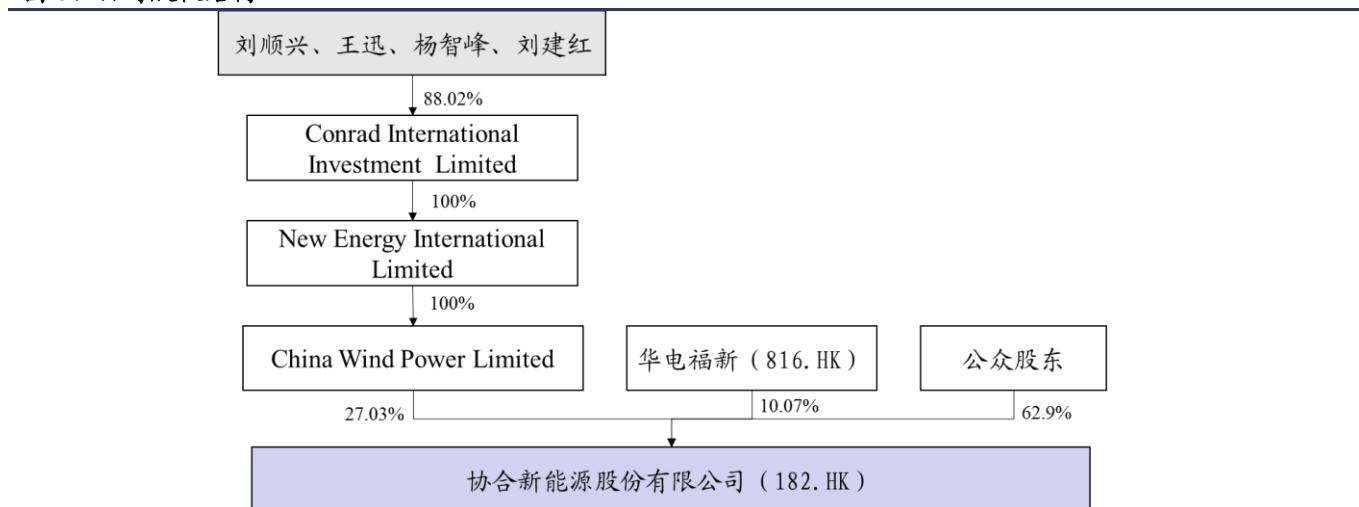
资料来源: 公司资料, 兴业证券研究所

### 1.2、公司的股权结构

公司的最大股东是公司的四位执行董事刘顺兴、王迅、杨智峰以及刘建红, 通过 China Wind Power Limited 持有公司 27.03% 股权, 四位执行董事也是公司主要管理层。公司的第二大股东是公司于 2013 年 12 月引进的华电福新 (816.HK)。

公司的最新股权结构如图 3 所示：

图 3、公司股权结构



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

### 1.3、公司的发展历程

公司是中国大陆最早开始从事风力发电业务的集团公司之一，2007 年借壳香港药业（00182.HK）登陆香港资本市场以来，业务规模逐步扩大，电厂投资规模和 EPC 建造规模均快速成长，同时逐步扩大太阳能业务规模，取得了明显的成果。2015 年公司更名为协合新能源，以彰显公司未来风光双轮驱动成长的战略。

图 4、协合新能源的发展历程

时间	事件
1991 年	南北行药业公司港交所主板上市，股票代码 00182；1997 年更名为香港药业
2006 年	香港药业清盘，高振顺入主上市公司。2007 年 China Wind Power 借壳上市，更名为中国风电
2008 年	出售中药业务；锁定丰富的风电独家开发资源；与大型国企合作开发风电场
2009 年	引进风电投（CLP），成立合营公司
2012 年	太阳能发电项目业绩突飞猛进，签署超过 5GW 太阳能独家开发协议
2013 年	引入战略投资者华电福新；项目开发重点向南方转移
2015 年	随着光伏业务的发展，公司更名为协合新能源；高振顺基本退出，管理层增持成为单一大股东

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

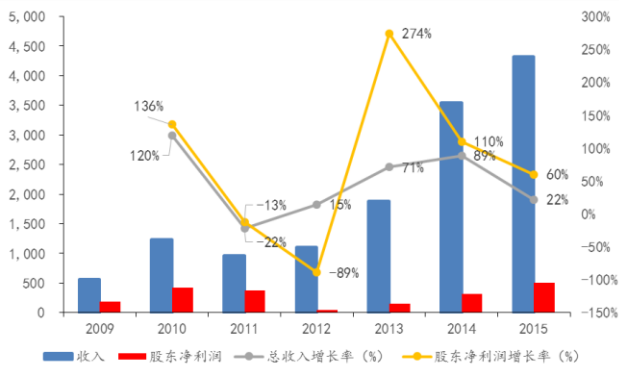
### 1.4、过往业务发展概况

随着行业的景气度提升，以及公司的发展战略逐渐向电站运营倾斜以及大力发展光伏业务，公司的收入和利润水平从 2012 年开始迅速增长，其中收入从 2012 年的 1,100 百万港元增长至 2015 年的 4,321 百万港元，4 年复合增长率达到 41%；归属股东净利润从 40 百万元增长至 508 百万元，4 年复合增长率达到 88%。2105 年收入和净利润均创下历史最高，EPC 业务和电站运营业务形成双轮驱动、互补协同发展态势。



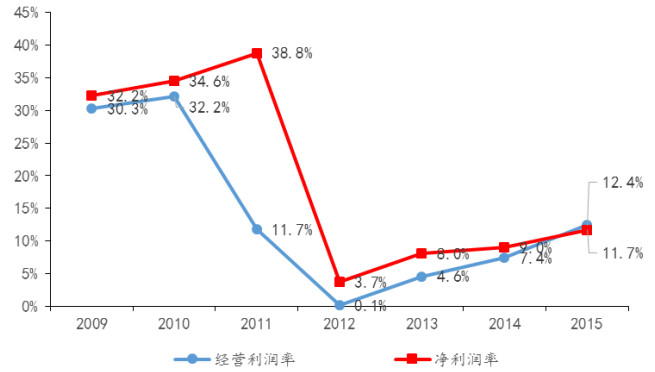
盈利能力方面,公司的经营利润率和毛利率在 2009-2012 年随着行业内风电 EPC 利润率的下滑出现了严重下滑,但 2012 年以后随着公司运营电站容量的逐渐增加,盈利能力已经出现明显回升,2015 年的经营利润率和净利润率均已达到两位数,分别为 12.4%和 11.7%。

图 5、公司收入和净利润 (人民币:百万元)



资料来源: 公司资料, 兴业证券研究所

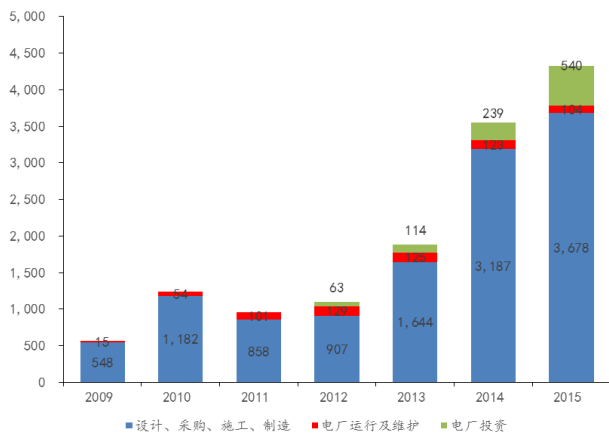
图 6、经营利润率和净利润率



资料来源: 公司资料, 兴业证券研究所

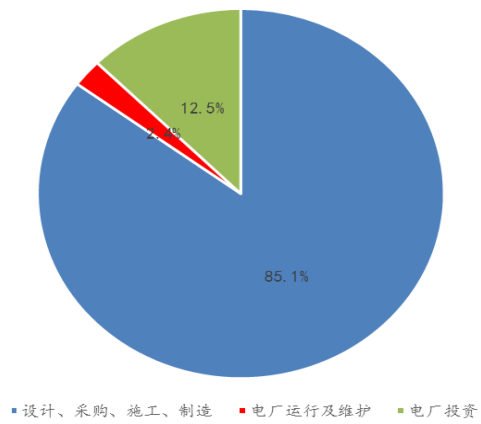
近四年来,公司的 EPC&M (设计、采购、施工和制造) 业务仍然是公司的主要收入来源,收入占比维持在 80%以上,此项业务的持续快速增长也是公司收入持续快速增长的主要保障。同时,公司电厂投资业务即电站运营收入从无到有,自从 2012 年拓展此项业务以来收入绝对值已经从 63 百万港币增长至 540 百万港币,收入占比也快速提升至 12.5%,根据公司的战略以及项目进展情况,预计未来数年此项业务的收入占比仍将进一步提升。另外,公司第三项业务收入—电厂运行及维护—则维持平稳,随签订的运行维护合同逐渐增加,但单价下调导致此项业务并没有出现增长。

图 7、公司各项业务收入变化情况



资料来源: 公司资料, 兴业证券研究所

图 8、2015 年各项收入占比



资料来源: 公司资料, 兴业证券研究所

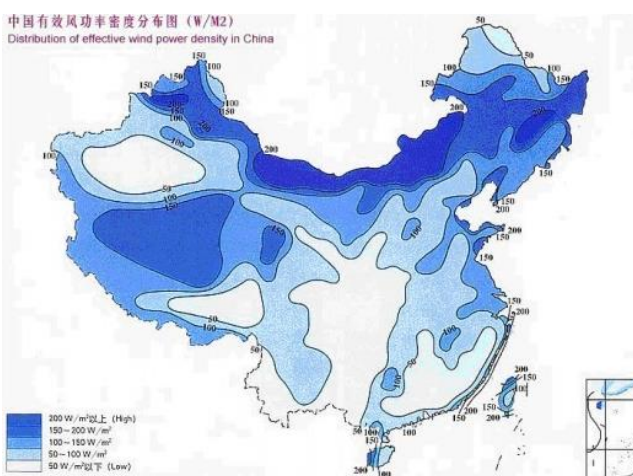
## 2、中国风电行业概况

### 2.1、风资源丰富，风电行业快速发展

中国风能资源丰富，近年来风电行业高速增长。根据全国900多个气象站将陆地上离地10m高度资料进行估算，全国平均风功率密度为 $100\text{W}/\text{m}^2$ ，风能资源总储量约32.26亿kW，排名全球第一，其中可开发和利用的陆地上风能储量有2.53亿kW，近海可开发和利用的风能储量有7.5亿kW，共计约10亿kW。如果陆上风电年上网电量按等效满负荷2000小时计，每年可提供5000亿千瓦时电量，海上风电年上网电量按等效满负荷2500小时计，每年可提供1.8万亿千瓦时电量，合计2.3万亿千瓦时电量。从风能资源分布看，蒙东、蒙西、新疆哈密、甘肃酒泉、河北坝上、吉林、山东沿海和江苏近海等大型风电基地风能资源丰富，50米高度3级以上风能资源的潜在开发量约19.1亿千瓦，占全国潜在开发量的80%左右。中国政府亦将风电项目最为集中的八个地区规划为八大风电基地，包括新疆、甘肃、蒙西、蒙东、吉林、河北、江苏及山东。

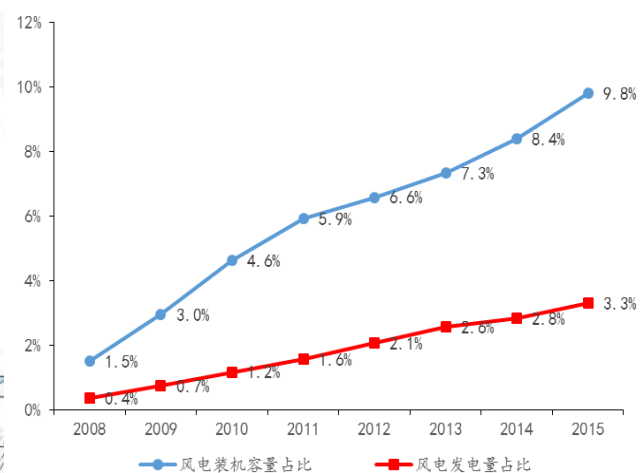
丰富的风能资源，叠加政府在近十年的政策支持和行业技术革新，中国的风电行业迎来了高速增长。从装机容量来分析，由于上网电价细则以及《可再生能源法》等细则的实施，中国的风电行业从2006年开始出现爆发式的增长，过去十年中国的风电装机容量从254万千瓦迅速增长至14,758万千瓦，年复合增速达到惊人的50%，而近三年的符合增速则为25%。从装机容量来看，中国的风电装机早在2010年底跃居并从此稳占全球第一的位置，成为影响全球风电行业发展的核心因素。

图 9、中国风能资源丰富



资料来源：中国风力发电网，兴业证券研究所

图 10、中国风电装机容量和发电量占比变化

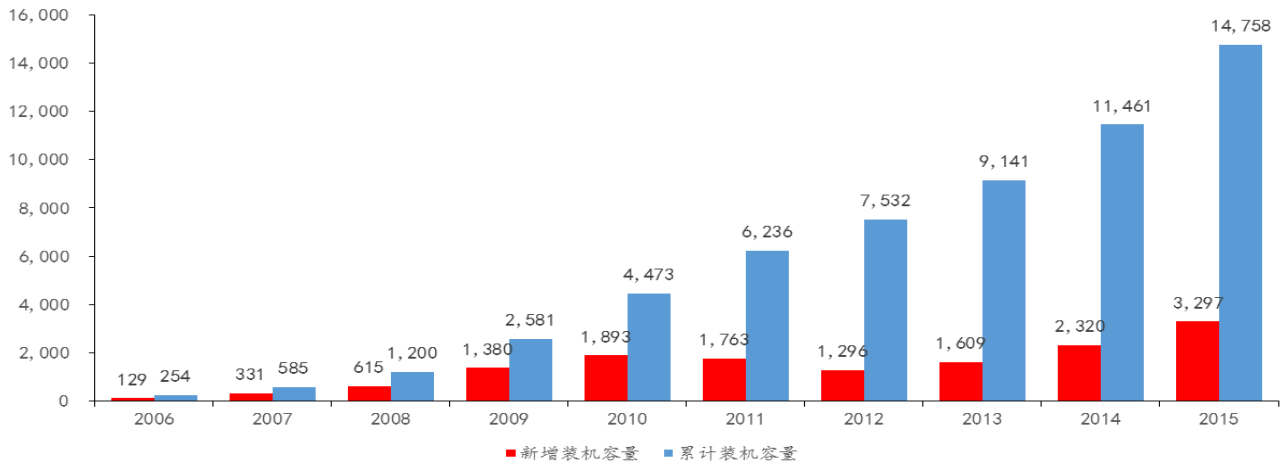


资料来源：中国电力企业联合会，兴业证券研究所



伴随着装机容量的快速增长，中国风电占国内总发电量的比例也迅速增加，从2008年的0.4%增加至2015年底的3.3%。风电作为非水清洁能源的主要电源，其经济性要高于光伏，尽管目前风电装机占比已经逼近10%，但考虑到发电量占比仍小，未来风电的发展空间仍然广阔。

图 11、中国风电装机容量增长情况（万千瓦）

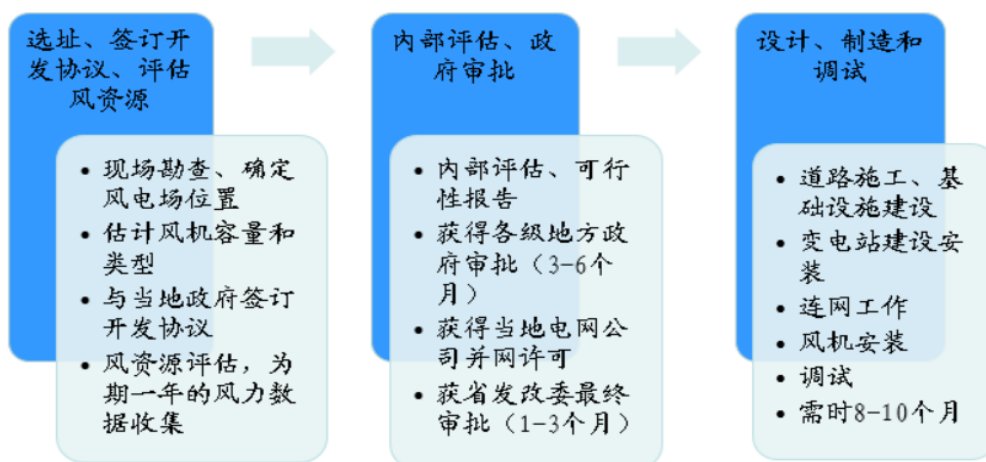


资料来源：中国风能协会，国家能源局，兴业证券研究所

## 2.2、风电项目开发、政策回顾与分析

风电电场的开发流程一般分为三个阶段：选址和签订开发协议、政府审批、设计施工和调试。与当地政府签订了开发协议后的风资源项目即进入储备项目名单，递交可行性报告后获得各级政府审批（地方政府审批需时较短，而发改委审批需时较长）之后，即可委任第三方EPC&M厂商开始设计和入场施工，工期长短以及成本受施工条件所影响。

图 12、风电项目开发流程



资料来源：华能新能源招股书，兴业证券研究所

表 1、中国风电行业政策回顾

时间	部门	文件/规划/会议	内容
2006	人大	《可再生能源法》	可再生能源发展的规划、产业指导、技术支持、推广应用以及价格管理和费用分摊。
2009	发改委	《关于完善风力发电上网电价政策的通知》	对风力发电由招标定价改为实行标杆上网电价政策,按风能资源和工程建设条件将全国分为四类风能资源区,电价为每千瓦时 0.51 元、0.54 元、0.58 元及 0.61。
2011	发改委	可再生能源发展“十二五”规划	到 2015 年可再生能源发电量争取达到总发电量的 20% 以上,可再生能源发电在电力体系中上升为重要电源。其中,风电新增发电装机 7,000 万千瓦,太阳能发电 2,000 万千瓦。
	能源局		公布了十二五规划第一批 26.8GW 风电核准计划。
2012	能源局	《关于加强风电并网和消纳工作有关要求的通知》	提出了加强风电建设和运行管理、保障风电并网和消纳的有关要求。
	国家标准化管理委员会	《风电场接入电力系统技术规定》	规定了风电场并网的相关技术要求,有效解决风电事故频发的问题,有利于风电场运营商和电网企业在此标准的基础上,增加风电并网量,最终提升风电产业的质量和效益。
	能源局		公布了十二五规划第二批 25.5GW 风电核准计划。
2013	发改委	《关于调整可再生能源电价附加标准与环保电价的有关事项的通知》	将向除居民生活和农业生产以外的其他用电征收的可再生能源电价附加标准由每千瓦时 0.8 分钱提高至 1.5 分钱。
		《关于修改〈产业结构调整指导目录(2011 年本)〉有关条款的决定》	将“海上风电机组技术开发与设备制造”与“海上风电场建设与设备制造”纳入鼓励类产业。
	能源局		公布了十二五规划第三批 28.7GW 风电核准计划。
2014	能源局		公布了十二五规划第四批 27.6GW 风电核准计划。
		《关于印发 2014 年能源工作指导意见的通知》	制定、完善并实施可再生能源电力配额及全额保障性收购等管理办法,逐步降低风电成本,力争 2020 年前实现与火电平价。
		《关于适当调整陆上风电标杆电价的通知》	上网电价 1-3 类风区每千瓦时调低 2 分,4 类风区维持不变。
	发改委	《关于海上风电上网电价政策的通知》	就海上风电上网电价做出明确规定,对非招标的海上风电项目,区分潮间带风电和近海风电两种类型确定上网电价。
	国务院	《国家新型城镇化规划(2014-2020 年)》	城镇可再生能源消费比重由 2012 年的 8.7% 提高到 2020 年的 13%。
2015	能源局		公布了十二五规划第五批 34GW 风电核准计划。
	发改委	《关于完善陆上风电光伏发电上网标杆电价政策的通知》	陆上风电项目上网标杆电价,2016 年、2018 年一类、二类、三类资源区分别降低 2 分、3 分,四类资源区分别降低 1 分、2 分。
2016	能源局	《关于建立可再生能源开发利用目标引导制度的指导意见》	即“可再生能源配额制”,划定了 2020 年各省地区全社会用电量中非水可再生能源电力消纳量比重指标。
	能源局	《关于下达 2016 年全国风电开发建设方案的通知》	2016 年全国风电开发建设总规模 3,083 万千瓦。对于限电严重的新疆和甘肃等地区暂停新增项目。

资料来源:兴业证券研究所整理

新兴产业的发展一方面依赖自身技术的革新和进步，另一方面在产业化初期高度依赖政府的支持。回顾中国风电的发展历程，可以清晰看到政府在产业发展过程中扮演了极其重要的作用。

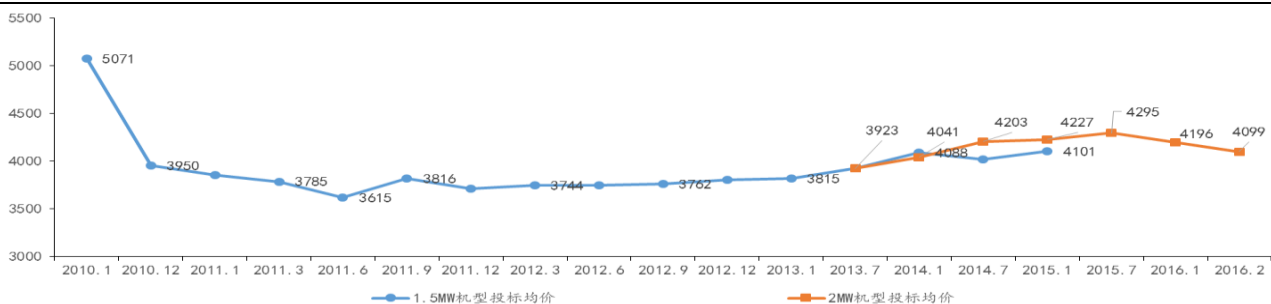
从国务院、发改委以及能源局的历年政策分析，可以清晰的看到：**大力鼓励风电的发展、理顺电价机制从而尽早实现平价上网**是发改委和能源局的既定政策方向。由于前期发展过程中缺乏针对性的规划和电网建设滞后造成送出消纳阻塞，三北地区出现了限电现象后，政策的方向转向**如何有效的消纳存量风电电力**，从而提高电场效益。

### 2.3、风机成本下降加快风电发展步伐

风电场项目的投资成本中，风电机组大约占 70% 左右的比例，其余电气、土建、安装工程等费用约占 30%。风电的单位电度成本中，折旧费用摊销大约占 65% 左右的份额，其余的营运费用、财务费用大约占 35% 的份额。因此，风电电度成本能否下降最大的影响因素就是机组的价格。

自 2007 年以来，国际市场的风机价格持续下降，但从 2012 年以来已经基本维持稳定。以国内 1.5MW 机型投标均价为例，2012-2013 年基本维持在 3,700-3,800 元/千瓦范围，2014 年以来，1.5MW 机型招标价格有所上升，保持在 4,100 元/千瓦左右。1.5MW 机型价格虽然平稳，但招标量明显下降，市场目前趋势向更大容量的 2MW 和 2.5MW 转移（2015 年，我国新增风电装机中，2MW 风电机组装机市场份额首次超过 1.5MW 机组，占全国新增装机容量的 50%，1.5MW 机组和 2MW 机组仍占市场主导地位，市场份额达到 84%。与 2014 年相比，1.5MW 机组市场份额下降了 12 个百分点，而 2MW 机组所占市场份额上升了 9 个百分点）。2MW 机型国内平均招标价格 2015 年维持在 4,200-4,300 元/千瓦范围，但进入 2016 年招标价格出现了松动。预计未来随着风电市场相关政策的稳定与延续，以及技术进步和产业规模化，风机价格将缓慢下降，利好风电市场的长期发展。

图 13、国内 1.5MW 以及 2MW 风机机型平均招标价格（元/千瓦）



资料来源：金风科技，兴业证券研究所整理

## 2.4、上网电价连续下调，及早实现平价上网

2009年7月，国家发改委发布了《关于完善风力发电上网电价政策的通知》，于2009年8月1日生效，规定8月1日后批准的风电项目，上网电价由政府指导价改为地区统一电价。具体而言，中国分为四个风能资源区，位于同一资源区的所有陆上风电项目受限于、适用于该地区的相同标准上网电价（含增值税），分别为每千瓦时人民币0.51元、0.54元、0.58元以及0.61元。

表 2、中国的四类风资源区

风资源区	包括地区
I 类资源区	内蒙古自治区除赤峰市、通辽市、兴安盟、呼伦贝尔市以外其他地区；新疆维吾尔自治区乌鲁木齐市、伊犁哈萨克。
II 类资源区	河北省张家口市、承德市；内蒙古自治区赤峰市、通辽市、兴安盟、呼伦贝尔市；甘肃省张掖市、嘉峪关市、酒泉市。
III 类资源区	吉林省白城市、松原市；黑龙江省鸡西市、双鸭山市、七台河市、绥化市、伊春市，大兴安岭地区；甘肃省除张掖以外地区。
IV 类资源区	除 I 类、II 类、III 类资源区以外的其他地区。

资料来源：WNA，兴业证券研究所

在2010年4月1日《可再生能源法》修正案前，风电电价实行分摊制度，即相当于当地脱硫脱硝标杆电价的价格部分由省级电网公司支付，超出部分由终端用户支付。在2010年4月1日后，费用分摊制更改为费用补偿制，即国家财政机关设立一项可再生能源发展基金，用于补偿电网公司支付的以高于其购买不可再生能源电力的平均上网电价购买的可再生能源电力所产生的超额费用。

表 3、中国可再生能源电价附加征收标准

实施时间	标准（元/千瓦时）
2006.01.01	0.002
2009.11.01	0.004
2012.01.01	0.008
2013.09.01	0.015
2016.01.01	0.019

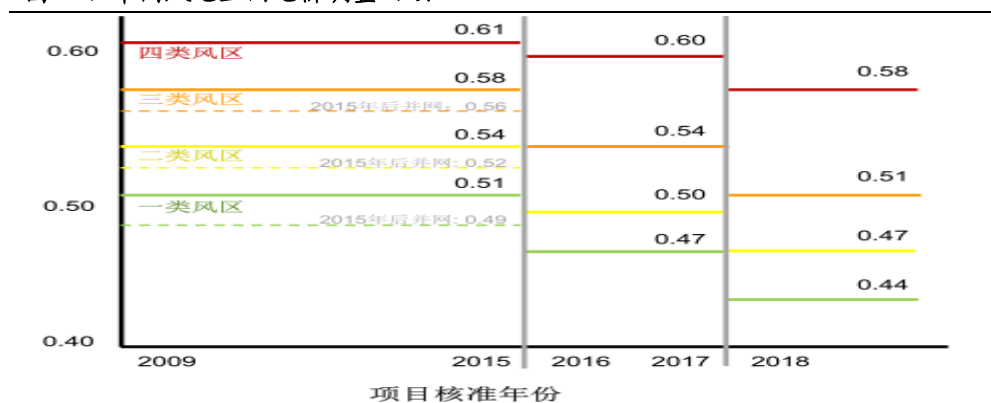
资料来源：发改委，兴业证券研究所整理

随着可再生能源发电量的迅速提升，对可再生能源电价补贴的需求在增加，为了满足迅速增加的补贴需求，电价附加征收的标准已历经四次调升，且调整的速度在加快。预计随着光伏、风电和生物质等发电量在十三五的迅速增加，可再生能源基金或会出现缺口，而电价附加征收标准将继续被调升。

为了尽早摆脱风电项目需要政府补贴的现状、缓解可再生能源基金压力，以及顺应风电技术的革新和成本下降，发改委从2014年开始下调风电项目标杆电价。根

据发改委于2015年12月24日发布的《关于完善陆上风电光伏发电上网标杆电价政策的通知》，陆上风电项目上网标杆电价2016年、2018年I类、II类、III类资源区分别降低2分、3分，IV类资源区分别降低1分、2分。此次调整完成后，I类资源区风电2018年上网电价达到0.44元/千瓦时，已经非常接近国内很多地区的火电标杆电价，距离政府提出的2020年实现平价上网又迈出较大一步。

图 14、中国风电上网电价调整回顾



资料来源：发改委，兴业证券研究所整理

## 2.5、中国风电市场竞争格局

### 风电运营商的竞争格局：

由于大型国企在风电行业发展中拥有资金优势、优质风电项目获得的优势，中国风电运营市场的主要玩家是一系列大型国企如国电集团、华能集团等，而民营企业在风电运营领域占比仍小，预计市场份额小于15%。协合新能源截止2015年底拥有风电总装机容量1,681MW，权益装机容量753MW，为中国最大的风电运营民营企业，也是累计装机最大的风电EPC民营企业。

表 4、截止 2015 年底中国风电市场主要公司装机容量（万千瓦）及排名

排名	公司	2015 年新增装机容量	2015 年底累计装机容量	市场份额	备注
1	国电集团	357	2,421	16.7%	包括龙源、国电电力和其他分公司
2	华能集团	325	1,639	11.3%	包括华能新能源和其他分公司
3	大唐集团	192	1,332	9.2%	包括大唐新能源等
4	华电集团	210	1,152	7.9%	包括华电国际、华电福新等
5	国电投	246	976	6.7%	
6	中广核	189	943	6.5%	
7	国华	99	629	4.3%	
8	华润集团	-	466	3.2%	包括华润电力和华润新能源
9	天润	129	431	3.0%	包括天润和天源
10	中国电建	138	367	2.5%	包括中水电、中水顾问和中水建



	其他	1,102	4,181	28.8%	
前十家公司市场份额占比				71.2%	

资料来源：CWEA，兴业证券研究所

### 风电机组制造商的竞争格局：

与风电运营市场不同，风电机组制造市场则出现较多民营企业，其中金风科技一枝独秀，凭借先进的机组制造水平和优良的机组表现市场份额逐渐扩大，2015年国内市场份额已经增加至25.2%，全球市场份额为13%，跃居成为全球最大的风机制造商。同时，金风科技也是协合新能源的主要供应商之一。

表 5、中国风电机组制造商竞争格局

排名	公司	2015 年累计装机容量 (万千瓦)	截止 2015 年底累计装机容量市场份额	2015 年新增装机容量 (万千瓦)	2015 年市场份额
1	金风科技	3,113	21.4%	775	25.2%
2	华锐风电	1,624	11.2%	44	1.4%
3	联合动力	1,445	9.9%	306	10.0%
4	东方电气	1,066	7.3%	139	4.5%
5	明阳风电	1,011	7.0%	251	8.2%
6	上海电气	733	5.0%	193	6.3%
7	湘电风能	704	4.8%	151	4.9%
8	远景能源	689	4.7%	251	8.2%
9	重庆海装	530	3.6%	209	6.8%
10	Vestas	503	3.5%	28	0.9%
前十大公司市场份额合计			78.4%		81.2%

资料来源：CWEA，兴业证券研究所

### 风电设计、采购、施工和制造商的竞争格局：

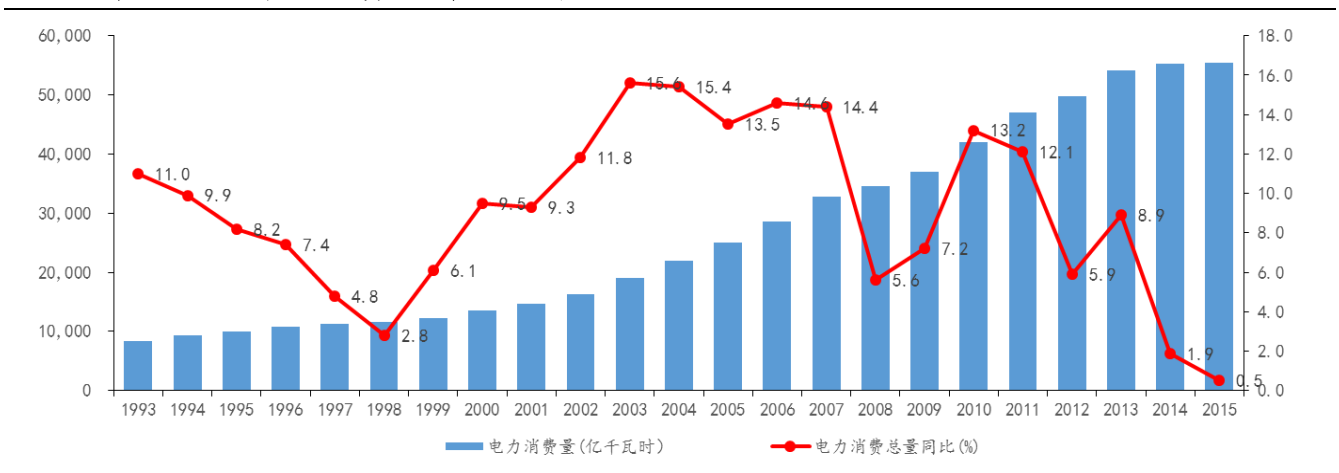
相比风电机组制造商和风电运营商相对集中的竞争格局，风电EPC&M市场竞争格局相对分散，以各地方电建公司为主，经营辐射范围较小，且综合设计和施工能力较弱。协合新能源和华电科工（CHEC）是为数不多的全国范围内布局的风电EPC&M公司。华电科工（前称华电工程）是华电集团下属子公司，主要有四大业务板块，包括重工装备制造、环保水务、新能源及总承包（EPC）以及电力技术研究和服 务，其中新能源总承包业务由华电新能源技术开发公司承做。华电新能源技术开发公司与协合新能源的业务范围重合度较大，又同属全国范围布局，形成竞争关系。



## 2.6、弃风限电状况及前景展望

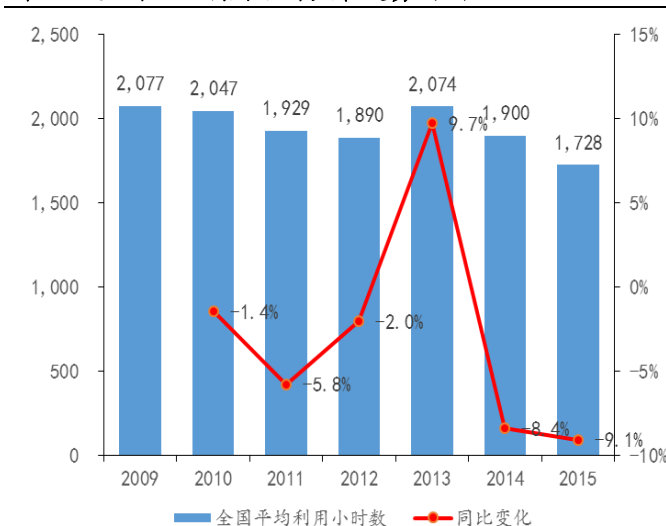
在风电的发展过程中，由于建设规划与电网消纳能力的矛盾日益突出，叠加中国宏观电力消费增速同比下降的因素，弃风限电始终是制约风电行业发展的重要因素。2013年在政府主管部门的积极干预下，电网部门提高了电网的调峰能力以及加快电网建设的速度，加之全国电力消耗量的增加和消纳能力的增强，弃风情况一度得到好转。但2015年由于风电新增容量较大，同时电网建设滞后，而中国电力消费了同比仅微升0.5%（为中国近30年同比增速最低），弃风率急剧增加，全国风电利用小时数同比下降9.1%，弃风电量达到229亿度，约相当于国内2天的全社会用电量，经济损失约为180亿元人民币。

图 15、中国过去 20 年电力消费量（单位：亿千瓦时）以及同比增长（%）



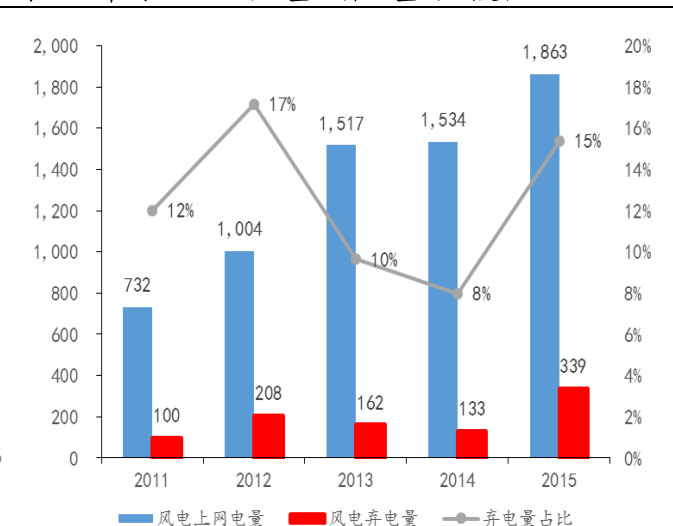
资料来源：国家统计局，中电联，兴业证券研究所

图 16、全国风电利用小时数和趋势（%）



资料来源：国家能源局，兴业证券研究所

图 17、中国风电上网电量及弃电量（亿度）



资料来源：国家能源局，兴业证券研究所

根据2015年能源局的统计数据，风电的弃风主要是在北方地区，包括东北和西北

地区，其中内蒙古、甘肃和新疆是中国主要的弃电地区，分别占据了2015年全国总弃电量的27%、24%和21%，此外东北三省的弃电量占据了国内弃风电量的17%，也是弃电较为严重的地区。除了上述地区，全国其他地区的风电厂都没有或者几乎没有弃电现象。

表 6、2015 年风电弃电分区域情况（容量：万千瓦；电量：亿度）

省、地区	累计核准容量	累计并网容量	累计在建容量	发电量	弃电量	弃风率	利用小时数
甘肃	1,386	1,252	134	127	82	39%	1,184
新疆	1,883	1,611	272	148	70	32%	1,571
吉林	693	444	249	60	27	32%	1,430
黑龙江	716	503	213	72	19	21%	1,520
内蒙古	3,152	2,425	727	408	91	18%	1,865
宁夏	1,096	822	274	88	13	13%	1,614
河北	1,572	1,022	549	168	19	10%	1,808
辽宁	825	639	186	112	12	10%	1,780
<b>全国合计</b>	<b>21,641</b>	<b>12,934</b>	<b>8,707</b>	<b>1,863</b>	<b>339</b>	<b>15%</b>	<b>1,728</b>

资料来源：能源局，兴业证券研究所

除了风电，上述地区的光伏电站亦面临着严重的弃光限电现象，其中以西北部分地区为甚，甘肃、新疆全年平均利用小时数均低于1,100小时，弃光率高于25%。面对日益严重的弃风限电和弃光限电，发改委和能源局采取了一系列措施改善现状，包括暂停暂缓弃风弃光地区的火电和风电项目审批、发布“可再生能源配额制”划定了2020年各省地区全社会用电量中非水可再生能源电力消纳量比重指标、以及批复同意甘肃省、内蒙古自治区、吉林省可再生能源就近消纳试点方案。在2016年4月份更是紧急叫停了甘肃、吉林、黑龙江、内蒙古、宁夏、新疆等省（区）新增新能源项目建设规模，待弃风限电有效缓解后另行研究。

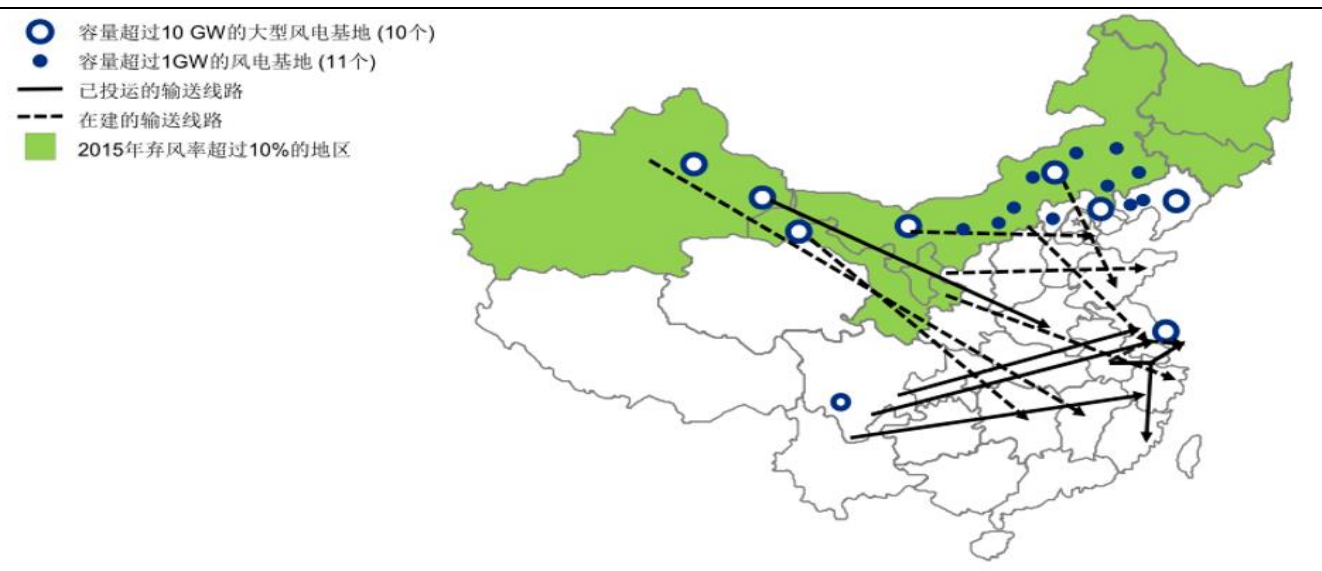
中长期分析，通过特高压电网长距离将三北地区的风电和光伏发电输送到东部和南部地区被认为是可以从根本上大幅缓解三北地区弃风弃光现象的重大工程。在我国，特高压电网是指±800kV或以上的直流（国际标准：±1000kV以上）和1,000kV以上的交流电网。按照国家电网的长期规划，到2020年我国将建成“五纵五横”共27条特高压线路，其中目前已投运线路7条，在建线路11条，获得核准9条，线路长度和变电（换流）容量分别达到2.88万公里和2.94亿千瓦；其中能源局上报规划的12条旨在跨区“治霾”送电通道已经由11条获得核准开工，1条已经完工。目前规划的蒙、甘、新出发的特高压线路分别为4、1、3条，“十三五”期间新疆、甘肃出发的线路将进一步增加，以加强当地可再生能源电力送出能力。

表 7、在建或已核准的特高压工程建设情况

项目	长度 (KM)	变电 (输送) 容量 (万千瓦安, 万千瓦)	投运时间
蒙西-天津南 1000 千伏特高压交流输变电工程	2×608	2,400	2016
淮南-南京-上海 1000 千伏特高压交流工程	2×780	1,200	2016
锡盟-山东 1000 千伏特高压交流工程	2×730	1,500	2016
宁东-浙江 ±800 千伏特高压直流输电工程	1,720	1,600	2016
滇西北至广东 ±800 千伏特高压直流输电工程	1,959	500	2017
锡盟-泰州 ±800 千伏特高压直流输电工程	1,620	2,000	2017
上海庙-山东 ±800 千伏特高压直流输电工程	1,238	2,000	2017
酒泉至湖南 ±800 千伏特高压直流输电工程	2,386	800	2017
榆横-潍坊 1000 千伏特高压交流输变电工程	2×1,048.5	1,500	2017
山西-江苏 ±800 千伏特高压直流输电工程	1,112	800	2017
准东-皖南 ±1100 千伏特高压直流输电工程	3,324	2,400	2018

资料来源：能源局，兴业证券研究所

图 18、大型风电光伏基地外送特高压线路



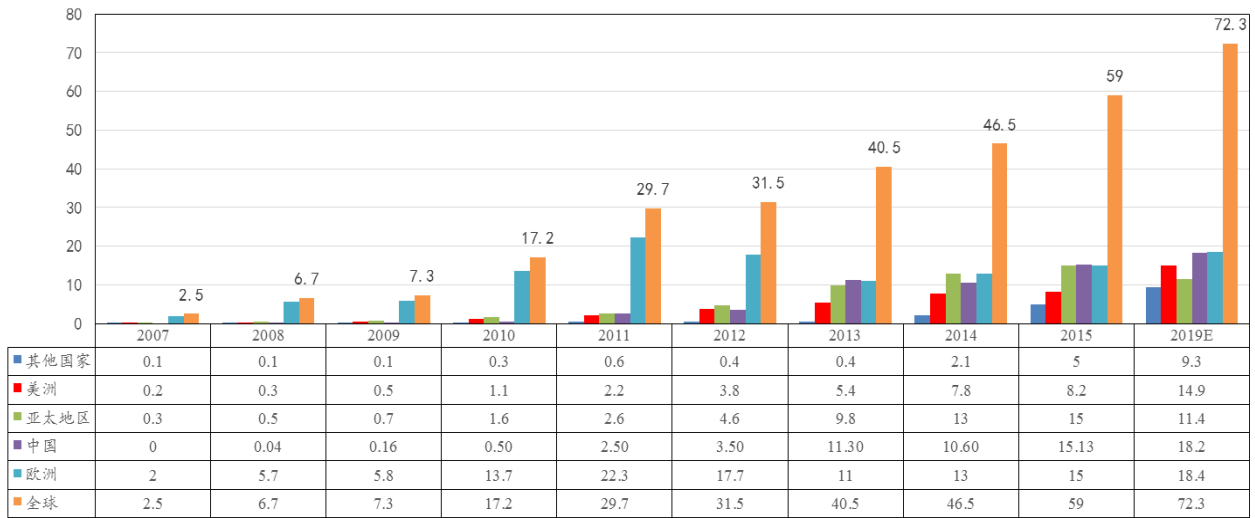
资料来源：政府文件，兴业证券研究所

### 3、全球及中国光伏行业概况

#### 3.1、全行业成本下降，光伏产业快速增长

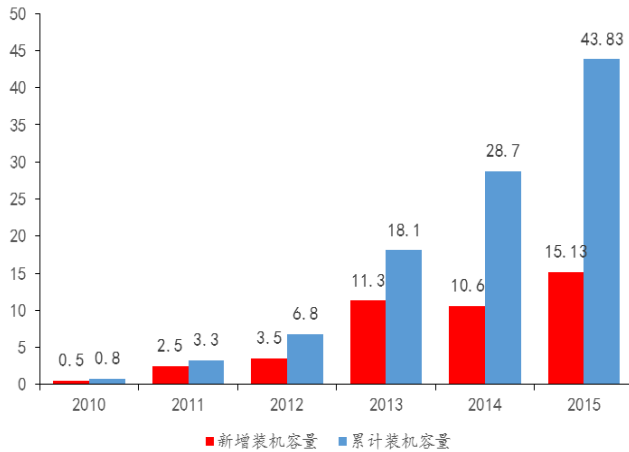
得益于行业中上游晶硅、硅片和组件成本的持续下降、以及各国政府的政策支持，全球光伏装机量于过去十年大幅增加，由 2016 年的 15GW 增至 2015 年的 58GW。2012 年以前全球光伏的增长主要来自于欧洲国家（如德国和意大利）的光伏项目快速扩张，而 2012 年之后中国以及其他亚洲国家成为全球光伏装机增长的主要贡献力量。

图 19、全球光伏市场快速增长（装机容量：GW）



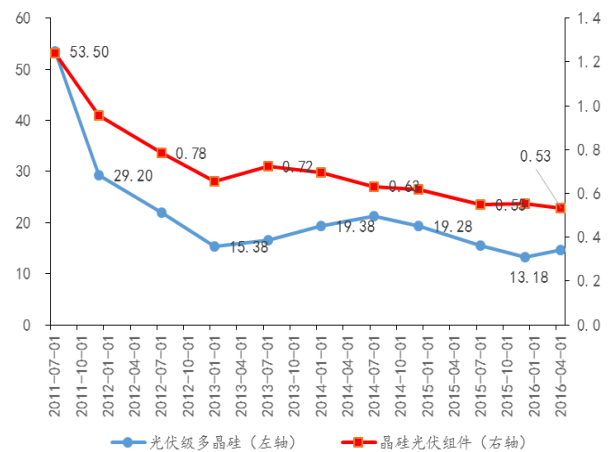
资料来源：欧洲光伏产业协会，国家能源局，兴业证券研究所

图 20、中国光伏市场装机容量（GW）增长



资料来源：能源局，兴业证券研究所

图 21、多晶硅（美元/千克）和组件（美元/瓦）价格



资料来源：Wind 资讯，兴业证券研究所

在中国市场，在相继经历了光伏制造产能过剩，欧美的“双反”政策后，国内下游市场开始启动，光伏产业也自 2012 年开始回暖，随着大型地面电站发电成本的降低、并网率的提高，装机容量呈现高速增长态势。到 2015 年底，我国光伏累计装机超过 43 吉瓦，超越德国成为全球光伏累计装机量最大的国家。

2015 年，能源局规划完成光伏装机目标 17.8GW，其中地面电站 8GW，分布式 7GW。最终全年实现新增装机 15.13GW，未实现全年目标，其中地面电站 13.74GW，分布式 1.39GW。地面电站超额完成目标，而分布式电站依然相对滞后，无法完成目标，原因是地面电站由地方政府、电网和光伏企业统一规划，规模容易上量；而分布式项目由于装机容量小、屋顶谈判成本高、产权不清晰等多方因素而发展缓慢。另外，国家能源局 9 月 24 日发布《关于调增部分地区 2015 年光伏电站建设规模的通知》，对部分地区调增光伏电站年度建设规模合计调增 5.3GW，较年

初目标增加近 30%。调增项目原则上应在 2015 年内开工建设，2016 年 6 月 30 日前建成并网发电。

展望未来数年,根据政府规划 2020 年中国非化石能源占一次能源消费比重达 15% 左右, 2030 年此数值达 20%左右。这意味着要完成上述目标, 2020 年我国光伏总装机量至少要达到 150GW, 到 2030 年时, 光伏总装机量需达到 400GW。根据目前中国累计装机 43GW 的存量分析, 未来中国国内年均增长空间超过 20GW。根据工信部旗下的赛迪智库发布的一份名为《2016 年中国光伏产业发展形势展望》的报告, 2016 年政府将通过提升可再生能源附加、优化电站指标规模发放等破解瓶颈, 而产品价格的持续下降也将抵消电价下调和限电带来的影响, 预计 2016 年我国光伏装机将达 20GW 以上, 即同比增长 32%以上; 而电水利规划设计总院副主任郭雁衍则更加乐观地预计 2016 年光伏新增装机有望在 23GW 以上。具体而言, 预计 2016 年光伏市场将呈现先紧后松态势, 我国上网标杆电价政策将于今年 6 月底下调, 会使得抢装提前至上半年, 下半年则由于西北部地区限电, 市场需求将往中东部地区走, 但由于土地性质, 补贴拖欠以及商业模式等问题, 市场将会放缓。

### 3.2、上网电价下调、弃光限电加剧

与风电类似, 发改委根据工程造价降低情况和适当的项目资本金收益率水平将全国光资源区分为三类地区, 实行差别化的上网电价。

表 8、中国的三类光资源区

光资源区	包括地区
I 类资源区	宁夏、青海海西、甘肃嘉峪关、武威、张掖、酒泉、敦煌、金昌, 新疆哈密、塔城、阿勒泰、克拉玛依、内蒙古(除赤峰)、通辽、兴安盟、呼伦贝尔以外地区。
II 类资源区	北京、天津、黑龙江、吉林、辽宁, 四川、云南、内蒙古赤峰、通辽、兴安盟、呼伦贝尔、河北承德、张家口、唐山、秦皇岛、山西大同、朔州、忻州, 陕西榆林、延安、青海、甘肃、新疆除一类外其他地区。
III 类资源区	一二类之外的其他地区。

资料来源: 发改委, 兴业证券研究所

2015年12月, 发改委下调了光伏标杆电价, 2016年一、二、三类光资源区标杆电价分别下调10分、7分、2分至0.8元/度、0.88元/度、0.98元/度。此次下调直接引发了2016年上半年的光伏抢装潮。我们预计2016年之后光伏上网电价仍将根据行业发展情况进一步下调。电价的下调符合光伏材料价格和光伏电站成本的下降



趋势，也有利于引导光伏行业尽快摆脱财政补贴走向良性发展轨道。

一方面是光伏电站标杆电价下调，一方面是行业弃光限电在2015年空前加剧。与风电行业类似，弃光限电问题同样困扰着光伏行业发展。随着短时间内大规模地面电站装机的出现，使得新增的发电量无法通过现有电网消纳，由此而引发“弃光限电”现象，已成为制约地面电站建设的重要因素。我国甘肃、新疆等部分区域弃光限电现象严重。甘肃一些地区由于配套送出工程没有与风、光伏发电项目同步规划建设和改造，受限比例较高，另外当地电力消纳能力有限、多余电力无法跨区域外送是造成弃光限电现象的主要因素。

图 22、全国光伏设备电利用小时数和趋势 (%)

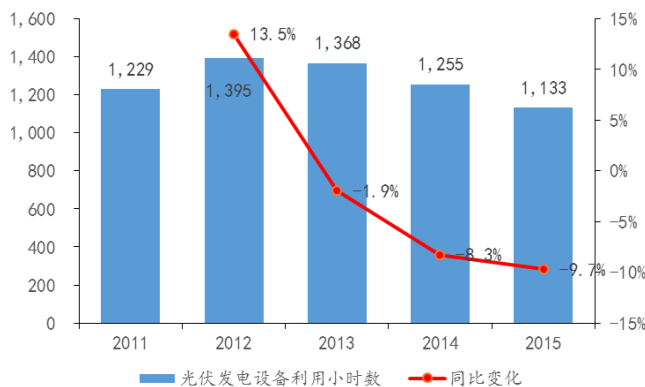


表 9、2015 年重点省区弃光数据及弃电量 (亿度)

排名	省区	弃光电量	利用小时数	弃光率
1	甘肃	26.19	1,061	30.70%
2	新疆	15.08	1,046	26%
3	青海	2.45	1,637	3.14%
4	宁夏	2.81	1,540	5.05%

资料来源：国家电网，兴业证券研究所

资料来源：国家电网，兴业证券研究所

全国的光伏设备利用小时数同比连续降低，2015年达到了1,133小时，而弃光限电最严重的新疆和甘肃利用小时数更是低于1,100小时，刷新历史最低。光伏弃光限电问题的缓解和解决之道与风电弃风限电类似，发改委和能源局已经出台一系列政策加强就近消纳，同时限制限电严重地区的项目核准，另外，特高压线路的陆续投产也被认为可以切实帮助缓解弃光限电问题。唯目前各地仍在抢装，并且送出通道输送能力受限，预计2016年弃光限电问题只能得到小幅改善。

### 3.3、中国光伏运营市场竞争格局，期待龙头企业出现

与中国风电运营市场高度集中不同，中国的光伏运营市场异常分散，以各民营企业为主。2015年5月，PVP365光伏网发布了一份“2015中国光伏电站行业20强排行榜”榜单如下，根据最新的跟踪可以从中得出各家光伏运营企业均在扩大运营规模，享受行业快速增长带来的机会。

光伏运营行业收益率较高且前景和收益稳定，因此吸引多方资本涌入。在实体经



济低迷、优良资产稀缺的环境下，光伏运营的优点显露无疑。在融资方式上，多种金融工具被用于电站融资，包括但不限于银行商业贷款/项目贷款、定向增发、融资租赁、资产证券化、产业基金、信托、众筹等。

由于目前行业的快速增长以及发展历史较短，我国尚未出现光伏运营龙头企业。投资角度看，在运营环节我们建议关注融资能力强、融资成本低、融资方式创新的、并且对光伏和金融结合理解深刻，商业模式成熟的公司。我们期待这类公司能够发展成为我国光伏运营龙头。

表 10、截止 2014 年底中国光伏市场主要公司装机容量 (MW)

代码	公司	2014 年底累计装机容量	备注
-	中国电力投资集团	1,180	
1165. HK	顺风国际清洁	644	至 2015 年底已增加至 1,780MW
451. HK	协鑫新能源	615.5	至 2015 年底已增加至 1,640MW
000591	中节能太阳能	600	截止 2015 年 6 月容量达到 1,324MW
-	浙江正泰	500	至 2015 年底，已投资建成 2.2GW
002309	中利腾辉	495	中利科技子公司，目前拥有容量 1.3GW
600089	特变电工新疆	470	特变电工子公司，主要是光伏 EPC
002610	爱康实业	414	至 2015 年底运营规模 700MW
-	振发新能源	410	
686. HK	联合光伏	572	至 2015 年底已增加至近 2GW
182. HK	协合新能源	311	至 2015 年底，增加至 515MW

资料来源：CWEA，兴业证券研究所

## 4、协合新能源：建设总承包+运营打造新能源新贵

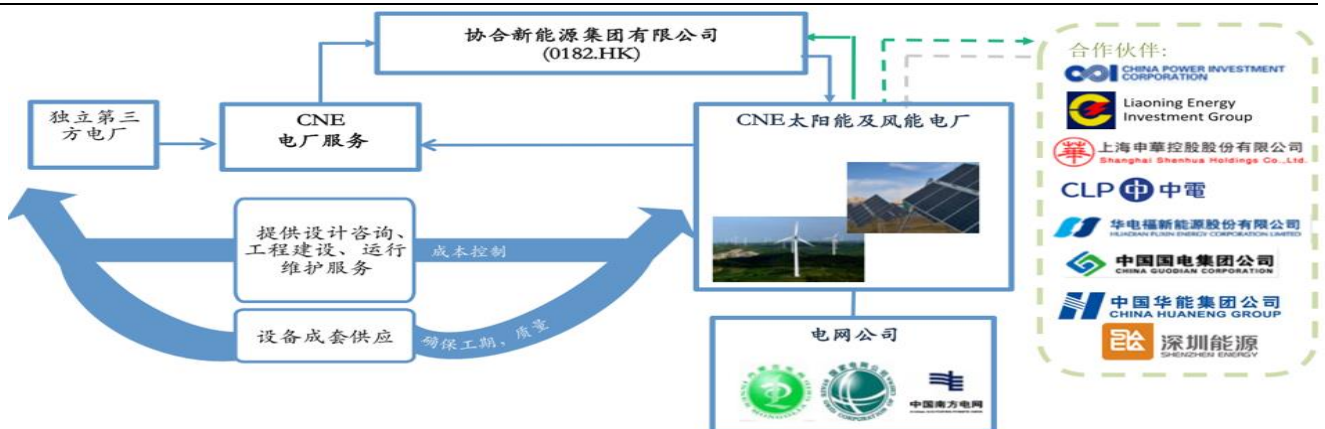
### 4.1、纵向一体化的商业模式是公司可持续发展的源泉

公司是港股上市公司中唯一一家具备纵向一体化优势的清洁能源运营商。公司以投资+服务为双核心，驱动业绩高速增长。投资是指公司的风电和光伏电站投资，公司分别拥有 9 年和 5 年的风电和光伏电站开发和运营经验，截止 2015 年底已经拥有 32 间风电场（总装机容量 1,681MW，权益装机 753MW）和 17 间光伏电场（总装机容量 515MW，权益装机 497MW）；服务是指公司的传统电站开发主营业务，包括工程、采购、建设及制造（EPC&M）、运行维护（O&M）以及设计咨询开发。目前服务收入仍然占到公司总收入的 80%以上，但投资业务收入占比正在逐渐提高，未来将发展成为投资+服务双驱动的新能源纵向一体化开发运营新贵企业。

我们认为纵向一体化的商业模式有以下优势，形成公司可持续发展的动力源泉：

- 电站开发业务（EPC&M）属于订单驱动业务，受市场和行业景气度影响较大，一旦某年市场装机量不达预期以及未来整体市场新增装机放缓，则公司的业绩将受到负面影响，但 EPC&M 业务现金流强劲，在建设过程中均有现金流流入，建设之后即可收回大部分现金流。与之不同的是风电和光伏电站运营业务，初期需要巨额现金流投入，但建成之后则经营稳定，可每年收取电费以及可再生能源补贴，不再受行业和市场景气度影响。公司同时具备电站开发+电站投资业务，可以运用服务业务获得的强劲现金流支持电站运营业务，亦可以反过来为电站开发业务提供大量的内部或关联方的开发运维订单。与公司形成对比的是，有的上市公司只有风电或光伏的运营业务，发展中受限于电站投资的巨额初始资本投入，不得通过各种渠道融资从而推高了公司的融资成本或摊薄了公司股东权益。
- 纵向一体化模式使公司的电站具备天然的成本、质量以及运维优势。我们认为电站开发商（EPC&M）在运营风电和光伏电站时可以有效控制建设工期、在电站选择和施工上控制质量以及通过降低施工成本减低损耗来降低发电成本，同时，公司具备专业的运行维护团队，可以为电站提供及时和专业的运维业务而不需要外包，可以进一步提高发电量，降低运维成本从而提高发电效益。我们相信公司此项天然优势将在长期得到体现。

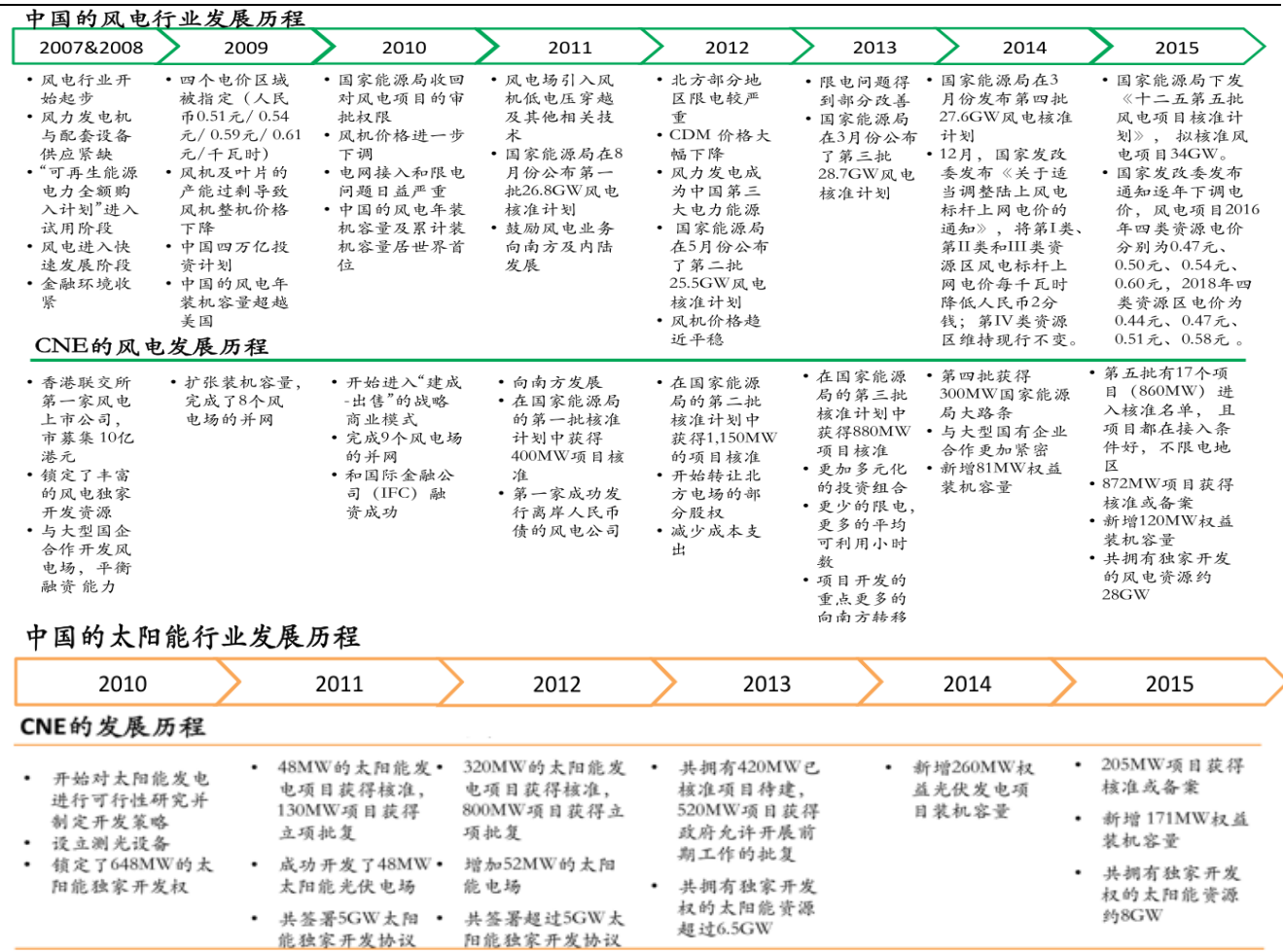
图 23、公司的纵向一体化商业模式



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

纵向一体化的商业模式，加上公司稳健的经营风格，使得公司过去数年内稳步发展，风电业务和太阳能业务均取得了瞩目的成果，尤其是最近两年内，公司的装机容量快速增加带动权益发电量快速增长，成为公司业绩增长的主要动力。

图 24、公司的风电以及太阳能发电业务发展历程



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

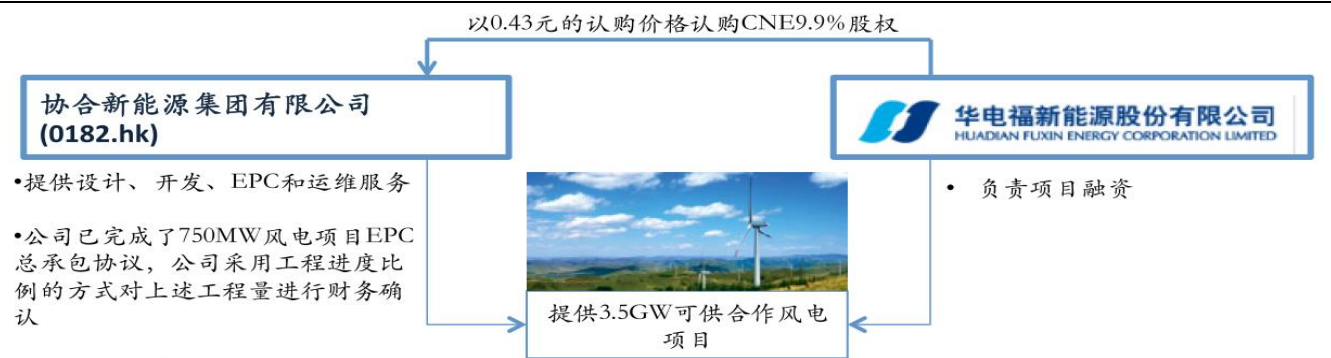
#### 4.2、与华电福新的战略合作渐趋佳境

公司与华电福新（816.HK）于2013年12月签订了股份认购和业务合作协议，根据协议，华电福新以每股0.43港元价格认购公司新发行的8.8亿股股份成为公司的第二大股东，目前持股比例10.07%；同时华电福新将评估公司已获正式批准或初步批准之风电项目而决定是否收购或发展此类项目，以及公司拥有优先权按市场价格向华电福新之光伏发电项目提供EPC和维护服务、有权参股华电福新的后续发展的光伏发电项目（由华电福新安排项目融资）。此次与华电福新的战略合作对公司的短期、中期以及长期经营均产生了积极正面的影响：

- 公司将此次华电福新认购所得的款项约3.8亿港元全部用于公司的光伏以及风电发电项目发展，为公司的电站开发运营提供了急需的现金流，为公司2014-2015年的电站装机容量和权益发电量快速增长提供了有力的支持。

- 华电福新是中国大型央企华电集团的控股子公司（持股比例 62.76%），是一家以水电、风电运营为主的多元化清洁能源供应商。截止 2015 年底，华电福新控股装机容量达到 13.85GW，其中风电装机容量达到 6.42GW，在中国风电运营商中按照容量排名名列第五（位于国电集团、华能集团、大唐集团和中广核集团之后）。且根据华电福新未来的装机规划，风电装机容量仍将快速提升，这将为协合新能源提供进一步的发展空间。同时，与央企的合作可以为公司提升知名度与风电 EPC&M 领域的质量口碑。
- 从签订协议后的 2014-2015 年合作情况分析，二者合作渐入佳境。公司 2014 和 2015 年分别约有 300MW 以及 400MW 风电 EPC 项目来自华电福新，根据协议，公司将有 3.5GW 的风电资源采取和华电福新合作的模式进行开发。我们认为与华电福新的合作开发目前模式成熟，进展顺利，为公司的长期发展奠定了稳健的基础，未来合作开发的容量将进一步提升，同时公司 2015 年已经向华电福新若干电站项目提供了运维服务，未来运维服务的合作范围将进一步扩大，为公司业绩增长提供动力。

图 25、公司与华电福新的合作模式



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

### 4.3、电站容量稳步攀升，储备项目充沛

公司自向电站下游拓展业务以来，装机容量稳步攀升，发电量亦逐步提升，带动公司发电收益逐步提升。其中 2015 年公司新增投产 12 间风电合太阳能电厂，总装机容量达到 365MW，权益装机容量 291MW，其中风电厂 4 间，装机容量 181MW，权益装机容量 120MW；太阳能电厂 8 间，总装机容量 184MW，权益装机容量 171MW。截止 2015 年末，公司共持有 49 间并网发电的风电和太阳能电厂，总装机容量达到 2,196MW，权益装机 1,250MW，其中风电厂 32 间，装机容量 1,681MW，权益装机容量 753MW；太阳能发电厂 17 间，装机容量 515MW，权益装机容量 497MW。



表 11、公司的在运风电项目

投运年份	项目名称	地区	装机容量(MW)	持股比例	权益容量(MW)	上网电价(元/度)
2006	昌图一期	辽宁	50.25	25%	12.6	0.64
2008	太旗一期	内蒙古	49.5	49%	24.3	0.52
2008	二连浩特一期	内蒙古	21	49%	10.3	0.52
2009	林场一期	吉林	49.5	49%	24.3	0.61
2009	马鬃山	辽宁	49.5	24.5%	12.1	0.61
2009	曲家沟	辽宁	49.5	24.5%	12.1	0.61
2009	扎旗一期	内蒙古	49.5	49%	24.3	0.54
2009	黑鱼泡一期	吉林	49.5	49%	24.3	0.61
2010	武川义合美	内蒙古	49.5	46%	22.8	0.51
2010	花灯一期	内蒙古	49.5	32%	15.8	0.54
2010	花灯二期	内蒙古	49.5	32%	15.8	0.54
2010	扎旗二期	内蒙古	49.5	32%	15.8	0.54
2010	扎旗三期	内蒙古	49.5	32%	15.8	0.54
2010	瓜州	甘肃	201	51.5%	103.5	0.52
2011	开鲁	内蒙古	49.5	32%	15.8	0.54
2011	头支箭	内蒙古	49.5	51%	25.2	0.51
2011	马牛虎	辽宁	49.5	30%	14.9	0.61
2011	古力本皋	辽宁	49.5	30%	14.9	0.61
2012	黑鱼泡三期	吉林	49.5	32%	15.8	0.58
2012	黑鱼泡四期	吉林	49.5	32%	15.8	0.58
2012	天长	安徽	48	49%	23.5	0.62
2013	朝阳万家	辽宁	48	30%	14.4	0.61
2013	江华	湖南	48	59%	28.3	0.61
2013	萧县官山	安徽	48	49%	23.5	0.61
2013	宿州符离	安徽	48	49%	23.5	0.61
2014	荆门子陵铺	湖北	48	59%	28.3	0.61
2014	鹤壁火龙岗	河南	49.5	59%	29.2	0.61
2014	烟台高疃	山东	48	49%	23.5	0.61
2015	泗洪	江苏	50.4	30%	15.1	0.61
2015	宜阳	河南	48	49%	23.5	0.61
2015	东田	湖南	48	100%	48.0	0.61
2015	肥西	安徽	34	100%	34.0	0.61
	合计		1,680		753	

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

表 12、公司的在运光伏项目

投运年份	项目名称	地区	装机容量(MW)	持股比例	权益容量(MW)	上网电价(元/度)
2011	宿迁	江苏	8.88	49%	4.35	2.4
2011	武威	甘肃	9	100%	9	1.15
2012	夏威夷屋顶光伏	美国	0.9	100%	0.9	0.39美元
2012	纽约屋顶光伏	美国	1.09	100%	1.09	42,928美元/月
2013	永仁	云南	50	100%	50	1
2013	GSE WI 1,LCC	美国	1	100%	1	0.20美元
2014	乃东	西藏	20	100%	20	1.15
2014	榆神	陕西	200	100%	200	0.95
2014	平原	山东	40	100%	40	1.2
2015	华坪	云南	10	100%	10	0.95
2015	洱源	云南	3.5	100%	3.5	0.95
2015	扎二光伏	内蒙古	20	32%	6.4	0.95
2015	华坪二期	云南	40	100%	40	0.95
2015	洱源二期	云南	26.5	100%	26.5	0.95
2015	榆阳	陕西	50	100%	50	0.95
2015	盐源	四川	30	100%	30	0.95
2015	俄亥俄	美国	4.3	100%	4.3	0.07美元
	合计		515		497	

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

迅速增加的电站装机容量带动了公司 2015 年的发电量大幅增长。2015 年公司权益发电量为 156,576 万千瓦时,同比增长 40.52%,其中风电权益发电量为 103,720 万千瓦时,同比增长 19.8%;光伏权益发电量 52,856 万千瓦时,同比增长 112.8%。

根据公司未来三年的装机规划和进展情况,我们预测公司截止 2016、2017 和 2018 年底的风电总装机容量以及权益装机容量分别达到 2,013MW、2,463MW 和 2,913MW,以及 1,085MW、1,535MW 和 1,985MW,三年复合增速为 20%以及 38%;光伏的总装机容量以及权益装机容量分别达到 650MW、820MW 和 1,070MW,以及 632MW、802MW 和 1,052MW,三年复合增速为 27.6%以及 28.4%。

图 26、公司风电装机容量 (MW) 预测

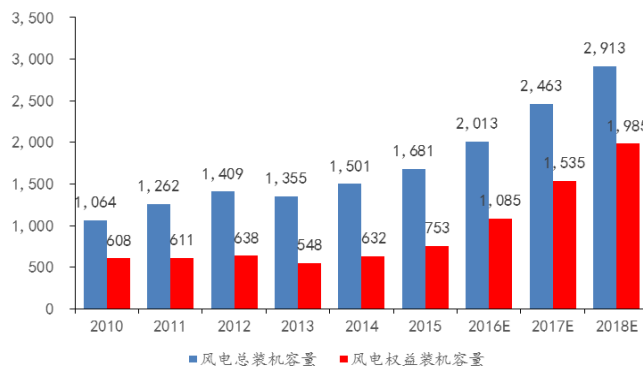
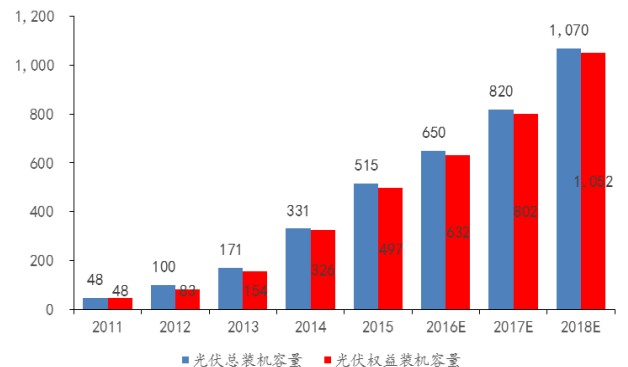


图 27、公司光伏装机容量 (MW) 预测



资料来源: 公司资料, 兴业证券研究所预测

资料来源: 公司资料, 兴业证券研究所预测

伴随着公司运营电站装机容量的增长,公司的发电量亦将快速增长。我们预测公司 2016、2017 和 2018 年,风电的总发电量以及权益发电量分别为 3,138GWh、3,769GWh 和 4,590GWh,以及 1,561GWh、2,206GWh 和 3,005GWh,三年复合增速分别为 22.7%以及 42.6%;光伏的总发电量以及权益发电量分别为 918GWh、1,154GWh 和 1,488GWh,以及 890GWh、1,126GWh 和 1,400GWh,三年复合增速分别为 38.5%以及 40.4%。

图 28、公司风电发电量 (GWh) 预测

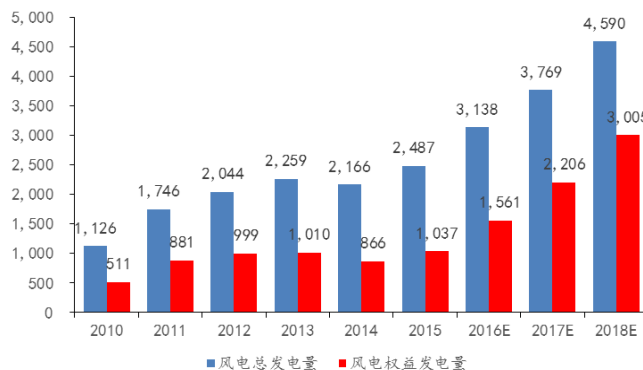
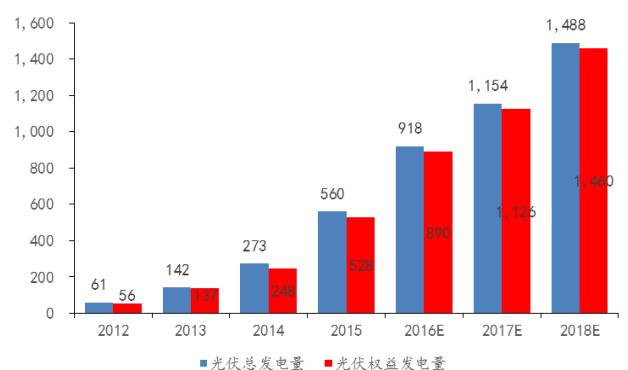


图 29、公司光伏发电量 (GWh) 预测



资料来源: 公司资料, 兴业证券研究所预测

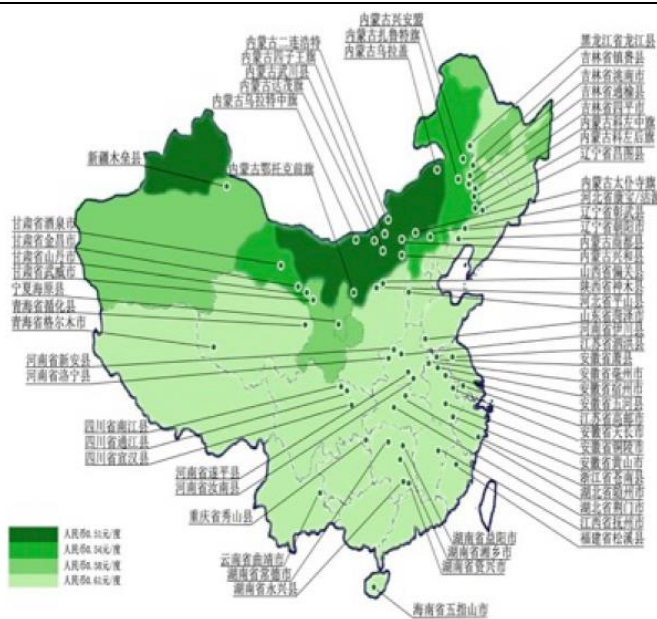
资料来源: 公司资料, 兴业证券研究所预测



除了公司在运装机容量迅速增加之外，公司亦在同时积极开展前期开发工作，积累项目储备。在 2015 年公司共有 25 个项目合计 1,077MW 获得核准或备案，新增签约风资源 1,150MW，光伏资源 200MW；截止 2015 年底，公司拥有风电资源储备超过 28GW（北方地区 15.4GW，南方地区 12.6GW），光资源储备约 8GW，为公司的可持续发展提供了保障。

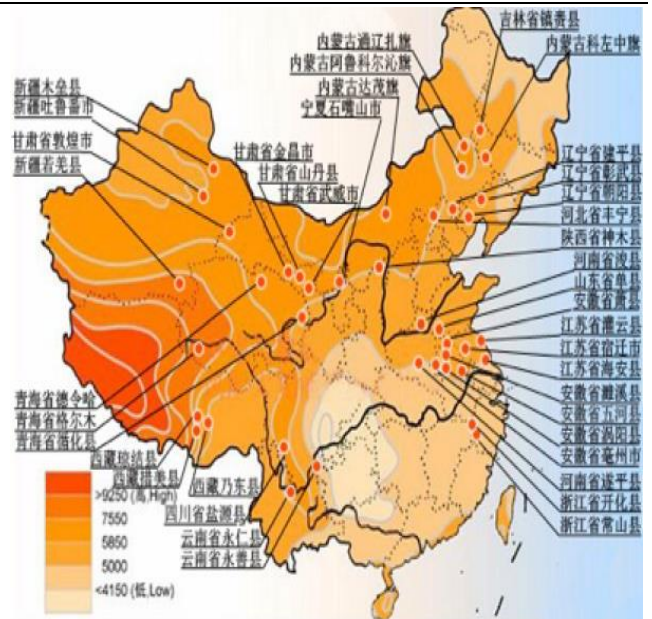
另外，对于一些风和光资源储备路条，公司未来将选择性的进行出售以收获现金流，若以目前市场上 50MW 的风电项目路条价格约 2,000 万人民币估算，公司风资源储备路条价值超过 100 亿元。

图 30、公司的风资源储备



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 31、公司的光资源储备



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

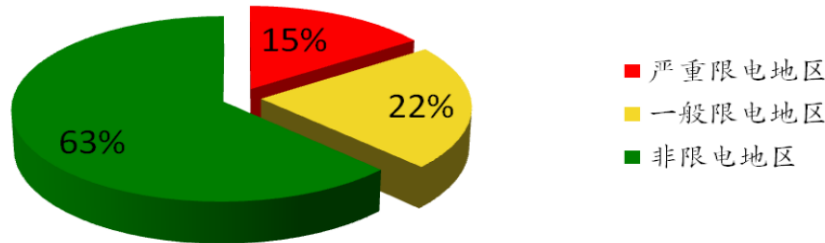
#### 4.4、电站资产质量优良，在建和规划电站无限电

公司目前已投运的电站以权益装机容量来看，大部分位于非限电区域，这保证了公司的发电效益。具体而言，只有 15%的权益装机容量处于严重限电区域（限电率达到 20%或以上），主要是公司在甘肃和吉林的风电场（权益装机容量 184MW）；有 22%权益装机容量位于一般限电区域（限电率低于 20%），同样主要是公司在内蒙古和辽宁的风电电站；有 63%的权益装机容量位于非限电区域，包括绝大多数光伏电场以及大部分风电电场。

公司的风电装机容量处于限电区域的比例较大，主要是和公司早期（2011 年及以前）项目发展中的北方项目占比较大，这也造成了 2015 年公司的风电电站表

现低于行业平均。公司运营风电厂 2015 年利用小时数为 1,618 小时，同比下降 47 小时（2014: 1,665 小时），低于行业平均 1,728 小时；公司风电厂平均弃风率 20.4%，同比增加 6.3 个百分点（2014: 14.1%），亦高于行业平均弃风率 15%。

图 32、公司已投运电站大部分位于非限电区域



地区类型	能源类型	省份	容量 (MW)	数量	风电 (MW)	省份	容量 (MW)
严重限电地区 (193MW/15%)	太阳能 (9MW)	甘肃	9		风电 (184MW)	甘肃	103.5
						吉林	80.4
一般限电地区 (274MW/22%)	太阳能 (6.4MW)	内蒙古	6.4		风电 (267.4MW)	内蒙古	186.44
						辽宁	80.96
非限电地区 (783MW/63%)	太阳能 (482MW)	江苏	4.35		风电 (301MW)	安徽	104.56
		云南	130			湖南	76.46
		西藏	20			湖北	28.46
		陕西	250			河南	52.87
		山东	40			山东	23.52
		四川	30			江苏	15.12
		海外	7.3				

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

公司自 2012 年开始，风电和光伏项目开发发生了战略调整，主要集中开发南方非限电区域的电站项目。我们观察到公司自 2012 年下半年起几乎没有在北方限电区域投运任何风电场或者光伏电场。同时公司的在建项目以及规划项目中亦无任何处于限电区域的电站。我们认为公司向南发展的战略清晰、正确、同时执行异常出色，保证了公司的单体电站发电效益，也保证了公司的业绩增长；预计未来公司在非限电区域的装机容量占比将进一步攀升。

表 13、公司目前在建电站全部处于非限电区域

	省份	项目	容量 (MW)	持股比例	权益容量 (MW)	状态
风电场	四川	盐源二期	50	100%	50	施工准备
	陕西	榆阳二期	50	100%	50	在建
	西藏	措美	10	100%	10	在建
		合计	110		110	
光伏电场	安徽	宿州夹沟	48	100%	48	施工准备
	湖南	永州界牌	48	100%	48	在建
	湖南	通道临口	48	100%	48	在建
	云南	会泽仓房	48	100%	48	在建
	广西	富川朝东	48	100%	48	在建
	广西	富川石家	48	100%	48	在建
		合计	288		288	

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

#### 4.5、管理层经营风格稳健，增持成本远高于现价，多次回购彰显信心

稳健的经营风格是公司的核心竞争力之一。中国风电行业在 2006 年起步后，2009-2011 年野蛮生长之后在 2012-2013 年遭遇了严重的弃风限电，行业发展遇到阻碍，为数众多的业内公司因为规模扩张过快遭遇限电危机和补贴滞后以后导致现金流断裂而被淘汰，而公司凭借稳健的经营风格，在资金缺乏的时候通过合营联营方式转嫁资金压力的同时扩大电站运营规模，同时控制规模扩张的规模，精选电站的地理位置，这些稳健甚至略显保守的战略性举措共同帮助公司渡过行业的冰河期。目前公司仍然保持每年相对保守的新增 400-500MW 装机容量，并着重在南方不限电区域开发运营电站，我们认为公司稳扎稳打的稳健经营风格是公司能够可持续发展的保障。

公司原主要股东高振顺先生于 2015 年 5 月以**每股 0.6 港元**的价格向公司管理层出售 5 亿股，向其他 10 家大型基金公司出售 18 亿股。当时紧随交易完成后，高振顺先生持股比例从 22.36%减少至 2.24%，而管理层持股比例则增加至 29.5%，并且成为公司的单一大股东，二股东则为华电福新。公司股票目前价格（0.4 港元左右）仍然远低于公司管理层的增持价格。

管理层以 **0.6 港元/股**的价格完成增持后，紧接着在 2015 年 6 月份推出股份奖励计划，以鼓励雇员为公司的持续经营发展做出贡献。股份奖励计划有效期十年，公司将授权信托人在公开市场购买奖励股份并支付信托人购买股份的成本。我们认为股份奖励计划体现了公司管理机制的灵活性，有利于公司的长期经营，也展现了公司对发展前景的乐观。

与此同时，公司在 2015 年 12 月 28 日-2016 年 1 月 28 日期间，一共 14 次回购公司股票，**累计共回购 2.09 亿股，占全部已发行股本的 2.34%，回购价格区间为 0.305-0.46 港元之间**。我们认为公司在市场低迷时刻果敢大举回购公司股票，增厚了 EPS，同时也彰显了公司管理层对于公司发展的信心。

## 5、财务分析、盈利预测与估值

### 5.1、公司运营以及收入预测

我们根据公司目前各个业务板块的进展情况，以及管理层的有关指引，预测出公司未来三年的各个业务板块营业收入增长情况。由于公司投运的风电场和太阳能电场装机容量逐渐增大，我们根据公司未来的装机规划以及各个项目的电价情况

预测得出以下电场投资业务的运营数据。

表 14、公司电场投资业务运营数据预测

电场投资业务	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
风电总装机容量 (MW)	1,355	1,501	1,681	2,013	2,463	2,913
风电权益装机容量 (MW)	548	632	753	1,085	1,535	1,985
风电平均利用小时数	1,568	1,871	1,665	1,618	1,699	1,684
风电总发电量 (GWh)	2,259	2,166	2,487	3,138	3,769	4,590
风电权益发电量 (GWh)	1,010	866	1,037	1,561	2,206	3,005
加权平均电价 (元/度)	0.5583	0.5631	0.5585	0.5622	0.5660	0.5689
光伏总装机容量 (MW)	171	331	515	650	820	1,070
光伏权益装机容量 (MW)	154	326	497	632	802	1,052
光伏平均利用小时数	1,551	1,601	1,553	1,576	1,570	1,575
光伏总发电量 (GWh)	142	273	560	918	1,154	1,488
光伏权益发电量 (GWh)	137	248	528	890	1,126	1,460
加权平均电价 (元/度)	1.1690	1.0750	1.0160	1.0093	0.9957	0.9884

资料来源：公司资料，兴业证券研究所预测

表 15、公司收入预测汇总表

汇总	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	1,882,610	3,549,639	4,321,302	5,114,696	6,010,177	6,989,856
增长率	71.2%	88.5%	21.7%	18.4%	17.5%	16.3%
分部业务：设计、采购、施工及设备制造						
营业收入	1,643,670	3,187,217	3,677,684	4,192,560	4,737,593	5,306,104
增长率	81.1%	93.9%	15.4%	14.0%	13.0%	12.0%
分部业务：电厂运行及维护						
营业收入	124,667	123,326	103,852	116,455	119,523	117,564
增长率	-3.6%	-1.1%	-15.8%	12.1%	2.6%	-1.6%
分部业务：电厂投资						
营业收入	114,273	239,096	539,766	805,681	1,153,062	1,566,188
增长率	81.2%	109.2%	125.8%	49.3%	43.1%	35.8%

资料来源：公司资料，兴业证券研究所预测

## 5.2、经营费用及利润表预测

我们对综合利润表的预测主要基于以下假设：

- (1) 公司设计、采购、施工及设备制造业务板块未来三年营业收入增长率分别为 14%、13%和 12%。
- (2) 建设与已售存货成本占公司总收入的比例维持相对稳定。
- (3) 公司职工福利随收入增长而增长，折旧随电站容量增加而增加，其他开支维持平稳增长。
- (4) 有效税率未来三年维持稳定在 12-15%范围内。
- (3) 港币汇率假设：1 人民币元=1.19 港元。



表 16、利润预测表

(百万港元)	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
总营业收入	1,883	3,550	4,321	5,115	6,010	6,990
增长率	71.2%	88.5%	21.7%	18.4%	17.5%	16.3%
其它收入	46	25	39	39	43	47
建设及已售存货成本	(1,436)	(2,917)	(3,313)	(3,734)	(4,241)	(4,777)
占销售收入比	76.3%	82.2%	76.7%	73.0%	70.6%	68.3%
职工福利费	(150)	(150)	(146)	(149)	(152)	(155)
占销售收入比	8.0%	4.2%	3.4%	2.9%	2.5%	2.2%
财务费用	(103)	(106)	(115)	(180)	(212)	(246)
占联营公司之业绩	1	8	18	18	19	20
占合营企业之业绩	(14)	42	68	72	75	79
税前利润	193	392	549	825	1,125	1,458
增长率	70.8%	103.0%	40.1%	50.4%	36.3%	29.7%
所得税	(42)	(74)	(43)	(99)	(141)	(190)
实际税率	21.7%	18.8%	7.8%	12.0%	12.5%	13.0%
股东应占溢利	151	317	508	724	981	1,265
增长率	269.4%	109.9%	60.2%	42.6%	35.5%	28.9%
基本每股收益(港元)	0.020	0.036	0.057	0.082	0.111	0.143

资料来源：公司资料，兴业证券研究所预测

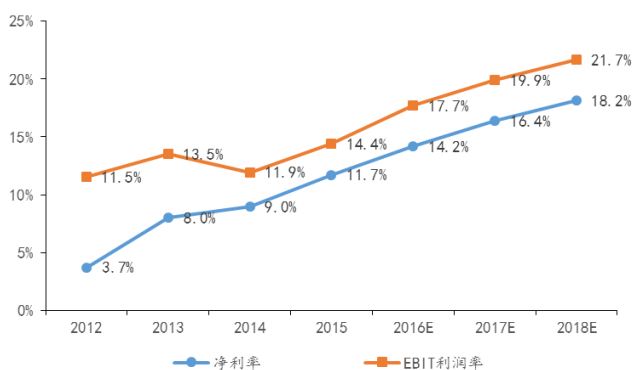
综合以上分析，我们预测协合新能源的经营业绩将在 2016 年之后三年维持快速增长，2015-2017 年可实现股东净利润 7.24 亿、9.81 亿和 12.65 亿港元，对应每股基本收益 (EPS) 分别为 0.082、0.111 和 0.143 港元。

### 5.3、财务分析以及预测

从盈利能力分析，自 2014 年以来随着公司投运电站规模的逐步增加，电站运营的高净利润率可以拉高公司平均利润率水平（EPC&M 业务的净利润率已经回落至在 5%左右），预计未来三年公司的净利润率和 EBIT 利润率稳步上升至 20%左右。

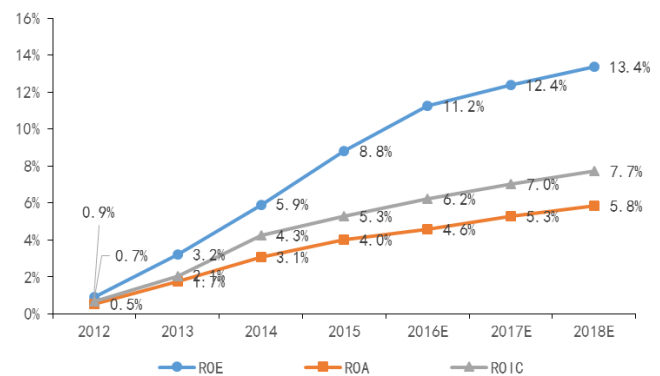
同样由于公司转型大力开发运营下游电站，公司的 ROE 和 ROA 亦将稳步上扬，我们预计从 2016 年开始公司的 ROE 将上升至双位数，并稳步增长。

图 33、盈利能力分析



资料来源：公司资料，兴业证券研究所预测

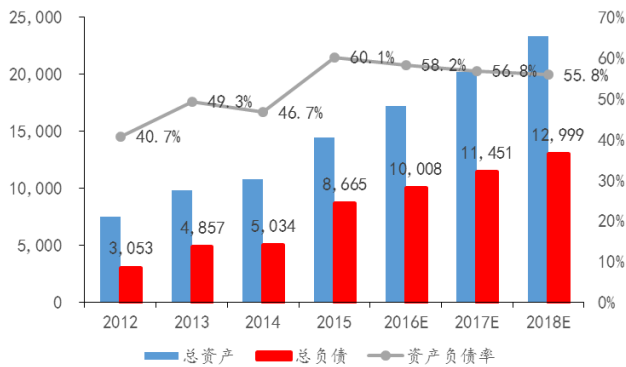
图 34、ROE、ROIC、ROA 预测和分析



资料来源：公司资料，兴业证券研究所预测

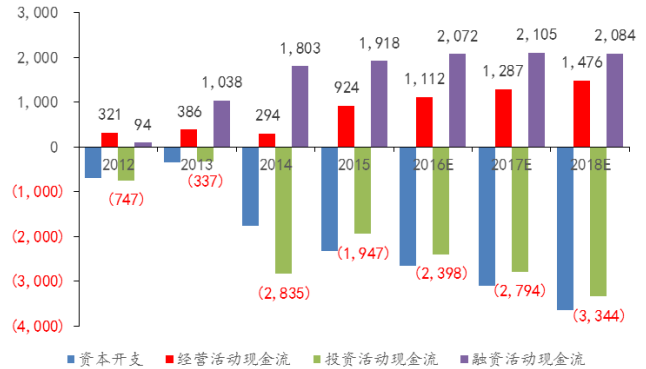


图 35、资产负债率预测和分析



资料来源：公司资料，兴业证券研究所预测

图 36、现金流预测和分析



资料来源：公司资料，兴业证券研究所预测

公司的资产负债率随着公司加大下游电站的开发而得到一定程度的提升，从2014年的50%以下提升至2015年底的60%，主要是由于电站开发需要大量的资金投入，而公司此后的电站开发主要采取独资的模式，进一步增加了资本金投入。未来预计资产负债率将在60%左右浮动并有轻微下降。

经营现金流将稳步提升，可部分覆盖资本开支所需的资本金。经营性现金流的稳步提升一部分来自于现金流强劲的EPC&M业务稳步增长，部分来自于已投运电站的现金流回款。但随着公司未来三年独资电站的增长，公司的资本开支亦将逐渐增大，2015年资本开支约为23亿港元，未来三年将逐步增加至30亿港元左右，而经营性现金流将从2015年的约9亿港元增长至13亿港元左右。

#### 5.4、估值与目标价

风力发电和太阳能发电行业的发展得到了国家政策的大力支持，全国风电和太阳能装机容量不断提升，根据十三五能源规划，风电和太阳能依然有巨大的发展机遇。公司积极转型为电站运营商，同时受益于风电市场的高景气，传统风电EPC&M业务稳步增长，为独资电站的开发提供强劲现金流。我们看好公司一体化的运营模式以及公司未来数年内的业绩增长，预测2016-2018年公司营业收入分别为51亿、60亿、70亿港元；股东净利润分别为7.2亿、9.8亿和12.6亿港元。我们分别采用P/E、P/B相对估值法对协合新能源进行估值，进行平均，参考公司转型初见成效、业绩增长前景明确、新能源行业制造和运营平均估值等多方面因素，给予协合新能源未来12个月内0.57港元的目标价。

目标价约相当于2016-2018年PE为6.9、5.1、3.9倍，目标价较现价0.41港元约有39%的上升空间，故首次给予其“买入”投资评级。

公司目前股价对应 2015 年 EPS 的 P/E 为 7.2 倍, 对应 2016 年预测 EPS 的 P/E 仅为 5 倍, 我们认为公司对比港股可比公司估值, 目前显著低估, 强烈建议买入。

图 37、单个风电场财务模型 (以 50MW 风电场为例)

	Year 0	Year 1	Year 2	Year 3	Year 4	Year 5	Year 6	Year 7	Year 8	Year 9	
	Construction		Commence Operation								
<b>Assumptions</b>											
Capacity	50	MW		Project life		20		years			
Utilization Hours	1800	hours		Maintenance cost		0.03		KWh			
On-grid Tariff(with VAT)	0.6	RMB/KWh		Inflation for operating expense		3%					
Construction price	7.5	per watt		Corporate Tax		25%					
Total Investment	375	RMB million		VAT		17%					
CAPEX	319	RMB million		Capital structure- equity		20%					
VAT offset for CAPEX	46	RMB million		loan		80%					
Equity Investment	75	RMB million		PBOC benchmark Int. rate		4.90%					
Bank loans	300	RMB million		Interest rate premium		5%					
Interest rate	5.15%			Loan term		10		years			
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Curtailment		0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
Net electricity tariffs (exclude VAT)		46.15	46.15	46.15	46.15	46.15	46.15	46.15	46.15	46.15	
VAT Refund		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.38	3.92	3.92	3.92	
Total Revenue		46.15	46.15	46.15	46.15	46.15	46.54	50.08	50.08	50.08	
Depreciation		15.94	15.94	15.94	15.94	15.94	15.94	15.94	15.94	15.94	
Maintenance costs		2.70	2.70	2.70	2.70	2.70	2.70	2.70	2.70	2.70	
Repair costs		1.38	1.38	1.38	1.38	1.38	1.38	1.38	1.38	1.38	
Operating expenses		1.50	1.55	1.59	1.64	1.69	1.74	1.79	1.84	1.90	
Operating Profit		24.63	24.59	24.54	24.49	24.44	24.77	28.26	28.21	28.15	
Interest expenses		14.66	13.12	11.58	10.03	8.49	6.95	5.40	3.86	2.32	
Profit before taxes		9.97	11.47	12.96	14.46	15.95	17.83	22.86	24.35	25.84	
Taxes		0.00	0.00	0.00	1.81	1.99	2.23	5.72	6.09	6.46	
Net Income		9.97	11.47	12.96	12.65	13.96	15.60	17.15	18.26	19.38	
VAT offset from CAPEX		7.85	7.85	7.85	7.85	7.85	7.08	0.00	0.00	0.00	
Cash Flow		(375)	48.42	48.37	48.32	46.47	46.23	45.57	38.49	38.06	37.63
Project IRR(20 years)		9%									
	Year 10	Year 11	Year 12	Year 13	Year 14	Year 15	Year 16	Year 17	Year 18	Year 19	Year 20
Curtailment	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Net electricity tariffs (exclude VAT)	46.15	46.15	46.15	46.15	46.15	46.15	46.15	46.15	46.15	46.15	46.15
VAT Refund	3.92	3.92	3.92	3.92	3.92	3.92	3.92	3.92	3.92	3.92	3.92
Total Revenue	50.08	50.08	50.08	50.08	50.08	50.08	50.08	50.08	50.08	50.08	50.08
Depreciation	15.94	15.94	15.94	15.94	15.94	15.94	15.94	15.94	15.94	15.94	15.94
Maintenance costs	2.70	2.70	2.70	2.70	2.70	2.70	2.70	2.70	2.70	2.70	2.70
Repair costs	1.38	1.38	1.38	1.38	1.38	1.38	1.38	1.38	1.38	1.38	1.38
Operating expenses	1.96	2.02	2.08	2.14	2.20	2.27	2.34	2.41	2.48	2.55	2.63
Operating Profit	28.10	28.04	27.98	27.92	27.85	27.79	27.72	27.65	27.58	27.50	27.42
Interest expenses	0.77	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Profit before taxes	27.33	28.04	27.98	27.92	27.85	27.79	27.72	27.65	27.58	27.50	27.42
Taxes	6.83	7.01	6.99	6.98	6.96	6.95	6.93	6.91	6.89	6.88	6.86
Net Income	20.49	21.03	20.98	20.94	20.89	20.84	20.79	20.74	20.68	20.63	20.57
VAT offset from CAPEX	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Cash Flow	37.20	36.97	36.92	36.87	36.83	36.78	36.73	36.67	36.62	36.56	36.51

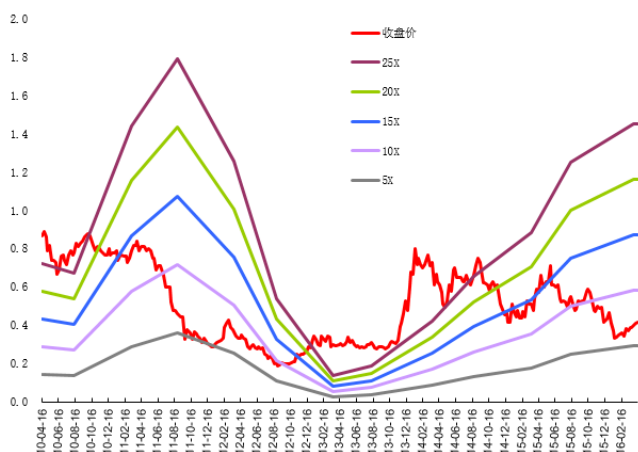
资料来源: 兴业证券研究所

图 38、同类公司估值比较

香港新能源上市公司		HKD		ROE	PB	EPS(HKD)			PE		
代码	公司名称	股价	市值(亿港元)	2015	2015	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
182.HK	协合新能源	0.41	36	8.8%	0.65	0.08	0.11	0.14	5.00	3.69	2.86
3800.HK	保利协鑫	1.26	234	15.5%	1.12	0.09	0.11	0.14	14.00	11.45	9.00
968.HK	信义光能	3.02	204	26.6%	4.38	0.25	0.31	0.35	12.08	9.74	8.63
750.HK	兴业太阳能	3.35	23	10.9%	0.92	0.46	0.45	0.45	7.28	7.44	7.44
686.HK	联合光伏	0.64	30	19.8%	1.33	0.06	0.15	0.2	10.67	4.27	3.20
	平均			18.2%	1.33				11.01	8.23	7.07
1816.HK	中广核电力	2.59	1,117	12.3%	1.95	0.17	0.21	0.19	15.24	12.33	13.63
816.HK	华电福新	2.04	172	11.4%	0.85	0.27	0.32	0.35	7.56	6.38	5.83
916.HK	龙源电力	6.12	492	8.1%	1.07	0.46	0.54	0.60	13.30	11.33	10.20
958.HK	华能新能源	2.49	242	11.0%	1.04	0.24	0.28	0.32	10.38	8.89	7.78
579.HK	京能清洁能源	2.60	179	14.4%	1.13	0.33	0.38	0.40	7.88	6.84	6.50
	平均			11.4%	1.21				10.87	9.16	8.79

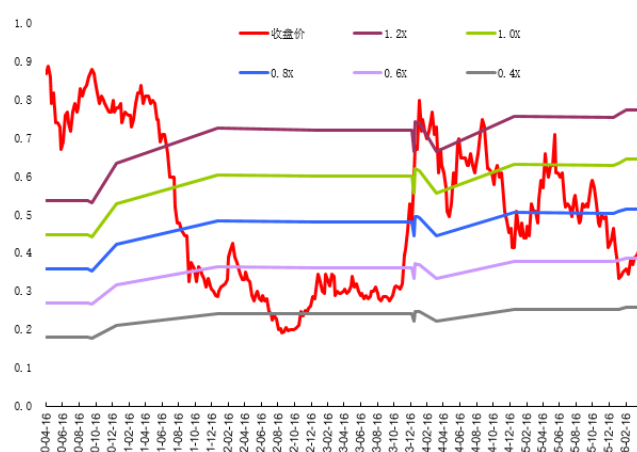
资料来源: Bloomberg, Wind, 兴业证券研究所预测

图 39、公司历史 PE Band



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 40、公司历史 PB Band



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

## 6、风险因素

	在建和规划电站建设投产进度低于预期。
市场风险	EPC 业务订单不及预期，收入确认不及预期。 公司部分电站限电加重。
系统风险	宏观经济不及预期，电力需求进一步放缓。 风电光伏上网电价超预期下调。

## 附表

## 资产负债表

单位: 百万港元	2015A	2016E	2017E	2018E
现金	1,905	2,683	3,272	3,478
应收贸易账款及票据	1,550	1,834	2,156	2,507
存货	178	203	230	257
预付款项、按金及其他应收款	812	849	863	841
<b>流动资产</b>	<b>5,811</b>	<b>7,003</b>	<b>8,025</b>	<b>8,662</b>
物业、厂房及设备	4,659	6,057	7,874	10,236
无形资产	1,276	1,329	1,329	1,330
<b>总资产</b>	<b>14,420</b>	<b>17,189</b>	<b>20,159</b>	<b>23,298</b>
应付帐款	3,966	4,521	5,109	5,722
短期借款	459	544	639	743
应付合营公司款项	224	235	247	259
其他应付款项及应计款项	592	622	653	685
<b>流动负债</b>	<b>5,246</b>	<b>5,973</b>	<b>6,720</b>	<b>7,507</b>
长期借款	3,348	3,963	4,656	5,415
递延税项负债	6	5	5	6
<b>总负债</b>	<b>8,665</b>	<b>10,008</b>	<b>11,451</b>	<b>12,999</b>
少数股东权益	120	144	174	206
公司股东权益	5,635	7,037	8,534	10,092
<b>每股账面值(元)</b>	<b>0.64</b>	<b>0.80</b>	<b>0.97</b>	<b>1.14</b>

## 现金流量表

单位: 百万港元	2015A	2016E	2017E	2018E
EBITDA	831	1,187	1,573	2,012
融资成本	115	180	212	246
所得税	(82)	(79)	(112)	(152)
其它	60	(177)	(385)	(630)
<b>营运性现金流</b>	<b>924</b>	<b>1,112</b>	<b>1,287</b>	<b>1,476</b>
资本开支	(2,362)	(2,711)	(3,183)	(2,711)
其他投资活动	152	86	110	57
<b>投资性现金流</b>	<b>(1,947)</b>	<b>(2,398)</b>	<b>(2,794)</b>	<b>(2,398)</b>
借款所得款项	2,573	2,651	2,730	2,812
偿还借款	(295)	(349)	(411)	(478)
已付利息	(155)	(183)	(215)	(250)
<b>融资性现金流</b>	<b>1,918</b>	<b>2,072</b>	<b>2,105</b>	<b>2,084</b>
现金变化	895	786	598	1,163
期初持有现金	1,105	1,905	2,683	3,272
<b>期末持有现金</b>	<b>1,905</b>	<b>2,683</b>	<b>3,272</b>	<b>3,478</b>

## 损益表

单位: 百万港元	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>收入</b>	<b>4,321</b>	<b>5,115</b>	<b>6,010</b>	<b>6,990</b>
其它收入	39	39	43	47
建设及已售存货成本	(3,313)	(3,734)	(4,241)	(4,777)
职工福利费	(146)	(149)	(152)	(155)
其他开支	(144)	(152)	(159)	(167)
应占合营企业之业绩	68	72	75	79
应占联营企业之业绩	18	18	19	20
财务费用	(115)	(180)	(212)	(246)
<b>税前盈利</b>	<b>549</b>	<b>825</b>	<b>1,125</b>	<b>1,458</b>
所得税	(43)	(99)	(141)	(190)
<b>净利润</b>	<b>506</b>	<b>726</b>	<b>984</b>	<b>1,269</b>
少数股东应占利润	(2)	2	3	4
权益持有人应占利润	508	724	981	1,265
EBITDA	831	1,187	1,573	2,012
<b>BPS(港元)</b>	<b>0.06</b>	<b>0.08</b>	<b>0.11</b>	<b>0.14</b>
<b>增长</b>				
总收入 (%)	21.7%	18.4%	17.5%	16.3%
EBITDA (%)	36.8%	42.9%	32.4%	27.9%
每股收益 (%)	58.3%	43.1%	35.5%	28.9%

## 主要财务比率

	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>盈利能力</b>				
EBITDA 利润率 (%)	19.2%	23.2%	26.2%	23.2%
净利率 (%)	11.8%	14.2%	16.3%	14.2%
EBIT利润率 (%)	15.4%	19.7%	22.2%	24.4%
<b>营运表现</b>				
SG&A/收入 (%)	3.34%	2.96%	2.65%	2.96%
实际税率 (%)	7.76%	12.00%	12.50%	13.00%
资产周转率	34.3%	32.4%	32.2%	32.2%
应付账款天数	410.0	474.2	469.3	464.9
应收账款天数	88.7	120.8	121.2	121.7
<b>财务状况</b>				
负债/总资产	60.1%	58.2%	56.8%	58.2%
总资产/股东权益	2.56	2.44	2.36	2.44
盈利对利息倍数	3.55	4.51	5.23	4.51
<b>估值比率</b>				
P/E	7.16	5.00	3.69	2.86
P/B	0.65	0.52	0.42	0.36

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;  
中 性: 相对表现与市场持平  
回 避: 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;  
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间  
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;  
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyangjg@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元骥	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyaqi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人		刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn	
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					



香港及海外市场					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

### 【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其

他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

---

---

---

---

---

请阅读最后一页信息披露和重要声明

- 38 -

---

请阅读最后一页信息披露和重要声明

---

请阅读最后一页信息披露和重要声明

- 38 -

深度研究报告